

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
MESTRADO EM CONTABILIDADE
ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: CONTABILIDADE E FINANÇAS

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS E QUALIDADE DE
GOVERNANÇA CORPORATIVA: UM ESTUDO EMPÍRICO EM EMPRESAS
BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

CLAUDIO MARCELO EDWARDS BARROS

CURITIBA

2012

CLAUDIO MARCELO EDWARDS BARROS

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS E QUALIDADE DE
GOVERNANÇA CORPORATIVA: UM ESTUDO EMPÍRICO EM EMPRESAS
BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

Dissertação apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de mestre. Programa de Mestrado em Contabilidade do Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná.

Área de Concentração: Contabilidade e Finanças.

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Oliveira Soares.

CURITIBA

2012

**“GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS E QUALIDADE DE
GOVERNANÇA CORPORATIVA: UM ESTUDO EMPÍRICO EM EMPRESAS
BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO”**


**PROF.^a DR.^a MÁRCIA MARIA DOS SANTOS BORTOLOCCI ESPEJO
COORDENADORA DO PROGRAMA DE MESTRADO EM CONTABILIDADE**

APRESENTADA À COMISSÃO EXAMINADORA INTEGRADA PELOS
PROFISSIONAIS:



**PROF.^a DR.^a MÁRCIA MARIA DOS SANTOS BORTOLOCCI ESPEJO
COORDENADORA DO PROGRAMA DE MESTRADO EM CONTABILIDADE**

APRESENTADA À COMISSÃO EXAMINADORA INTEGRADA
PELOS PROFESSORES:



**PROF. DR. RODRIGO OLIVEIRA SOARES
PRESIDENTE**



**PROF.^a DR.^a MÁRCIA MARIA DOS SANTOS BORTOLOCCI ESPEJO
MEMBRO**



**PROF. DR. GERLANDO AUGUSTO SAMPAIO FRANCO DE LIMA
MEMBRO**

Dedicatória

**A minha esposa Jamile Carneiro
Edwards, pelo companheirismo,
paciência e apoio irrestrito.**

**A minha irmã Sandra Celeste
Edwards Barros pelo apoio e
grande amizade.**

Agradecimentos

À Deus que me proporcionou fé, sorte e energia para enfrentar riscos.

A meus Pais pelos constantes exemplos de dedicação e honestidade, apesar do pouco tempo que tivemos juntos.

Aos pais da minha esposa Sra. Vanda e Sr. Hélio pelo apoio.

Às minhas cunhadas Aline e Carol. Ao meu cunhado Hélio Junior.

A todos os Amigos da Sociedade Fogás Ltda.

A equipe do programa CAPES REUNI por fornecer a bolsa de estudos.

Aos professores Manoel Martins do Carmo Filho e Mariomar Sales Lima pela inspiração acadêmica.

A Prof. Márcia Bortolucci pelos exemplos de dedicação à pesquisa.

Ao meu orientador Prof. Rodrigo Oliveira Soares pelas orientações.

Ao Prof. Gerlando Sampaio pelas valiosas contribuições ao estudo durante sua participação na banca de qualificação e defesa.

A todos os amigos do Mestrado Jocelino, Marcelo, Ricardo, Sonia, Raquel, Simone, Leila, Flávio, Nilson, Anderson, Claudinei, de turmas anteriores à nossa e da turma de 2011.

A todos os professores do departamento e PPG em Contabilidade em especial ao Prof. Ademir Clemente, Romualdo Douglas e Prof. Jackson Sandrini.

Ao Prof. José Roberto Frega e Pedro Steiner do PPG em Administração.

E obrigado a todas as pessoas de bem que de alguma forma ajudaram a realizar esta pesquisa.

Minha gratidão a essas pessoas não tem relação com quaisquer erros encontrados nesta pesquisa.

“No longo prazo, estaremos todos mortos.”

John Maynard Keynes

RESUMO

Este estudo teve como objetivo descrever a associação entre Gerenciamento de Resultados contábeis e Governança Corporativa de empresas brasileiras de capital aberto. Como base teórica, subsidiou-se na Teoria da Firma formalizada por Jensen e Meckling (1976), Problemas de Agência e Teoria da firma revisada por Fama (1980) e a Separação da Propriedade e Controle formalizada por Fama e Jensen (1983). Quanto à tipologia de objetivos, trata-se de uma pesquisa descritiva e explicativa. É um estudo de abordagem quantitativa. A amostra do estudo é composta por 111 empresas listadas na BM&FBOVESPA nos anos de 2008, 2009 e 2010 divididas em 17 setores econômicos. Possui como variável dependente uma *proxy* de Gerenciamento de Resultados Contábeis e, como variáveis independentes, uma *proxy* de qualidade de Governança Corporativa e as variáveis de controle tamanho, alavancagem e desempenho. A *proxy* de Gerenciamento de Resultados utilizada são os *accruals* discricionários estimados mediante o modelo proposto por Kang e Sivaramakrishnan (1995). Como *proxy* de qualidade de governança, foi utilizado um índice amplo proposto por estudos nacionais anteriores (SILVA E LEAL, 2005; SILVEIRA, BARROS e FAMÁ, 2005; ALENCAR, 2007; ALMEIDA *et al.*, 2008). Este índice é composto por 31 perguntas divididas em 5 constructos: i) transparência; ii) composição e funcionamento do conselho; iii) controle e conduta; iv) discussão e análise de dados financeiros; e v) direito de acionistas. A análise de dados foi conduzida por meio de estatísticas descritivas, análise de correlação linear, aplicação de testes não paramétricos e abordagem multivariada. A análise de correlação linear indicou não haver associação estatisticamente significativa entre a *proxy* de Gerenciamento de Resultados e *proxy* de Governança Corporativa utilizada neste estudo. Na aplicação de testes não paramétricos de diferenças de médias, verificou-se que empresas com mais atributos de governança apresentam menor média de *accruals* discricionários, mas esta diferença não é estatisticamente significativa. Na análise individualizada por constructo, verificou-se que empresas com mais elevados scores de (i) transparência, (ii) composição e funcionamento do Conselho de Administração e (v) direito de acionistas apresentam estatisticamente menores médias de *accruals* discricionários. Para o constructo (iv) análise e discussão de dados financeiros, empresas com maiores scores apresentam menores médias de *accruals* discricionários, contudo esta diferença não é estatisticamente significativa. Para o constructo (iii) controle e conduta, a relação encontrada é significativa, mas diferente da relação esperada. Na análise multivariada, o coeficiente da regressão da variável medida pelo índice amplo de Governança Corporativa foi positivo e distinto da relação esperada. Os coeficientes das variáveis de controle mostraram-se significativos ao nível de 1% (ROA e Alavancagem) e 10% (Tamanho). Diante destes resultados, não foi possível rejeitar a hipótese nula da pesquisa, o que indica que melhores estruturas de Governança Corporativa não estão relacionadas à menor propensão a gerenciar resultados.

ABSTRACT

This study aimed to describe the association between earnings management and corporate governance of public Brazilian company. As theory basis it has the Theory of the Firm formalized by Jensen e Meckling (1976), Agency Problems and Theory of the Firm reviewed by Fama (1980) and Separation of Property and Control formalized by Fama e Jensen (1983). As typology of goals it is a descriptive and explanatory research. It is a study based on quantitative. The sample is a composite of 111 companies listed in BM&FBOVESPA in 2008 to 2009 and distributed in 17 industries. The dependent variable is an earnings management proxy and the independent variables are the governance corporate proxy and the control variables size, leverage and performance. The proxy for earnings management are the discretionary accruals estimated by Kang and Sivaramakrishnan (1995) model. As a proxy for quality of governance, a broad index proposed by previous studies was used (SILVA E LEAL, 2005; SILVEIRA, BARROS e FAMÁ, 2005; ALMEIDA *et al.*, 2010). This governance index is a composite of 31 questions divided in 5 constructs: i) disclosure; ii) board composition and functioning; iii) ownership and control structure; iv) discussion and analysis of financial data; and v) shareholders' right. The data analysis was performed by using descriptive statistics, linear correlation analysis, nonparametric tests and multivariate approach. The linear correlation analysis indicated that there is not significant statistical association between the proxy of earnings management and the proxy of corporate governance. In the application of nonparametric test for means difference, it was found that companies which present more governance attributes have lower average of discretionary accruals, but this difference is not significant statistically. In the individual analysis considering the constructs, it was found that companies which present higher scores for the construct (i) disclosure, (ii) board composition and functioning and (v) shareholders' rights present lower and statistically significant average of discretionary accruals. For the construct of (iv) discussion and analysis of financial data, companies which present higher scores present lower average of discretionary accruals, nevertheless this difference is not statistically significant. For the (iii) construct ownership and control structure the relation is significant, but different of what was expected. In the multivariate analysis, the regression coefficient of the variable measured by governance corporate broad index is positive and distinct of what was expected. The coefficient of the control variables presented significant at the level of 1% (ROA and leverage) and 10% (size). Given these results, it is not possible to reject the null hypothesis. Such results do not suggest that greater Corporate Governance levels are not related to a lower propensity to manage earnings.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Níveis de Governança Corporativa (quintis)	105
---	-----

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Ilustração 1: Estruturas de Governança Corporativa	38
Ilustração 2: Governança Corporativa e a Firma	39
Ilustração 3: Desenho de pesquisa	93

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Linhas de pesquisa sobre Teoria da agência	34
Quadro 2: Princípios de Governança Corporativa	36
Quadro 3: Índice de Governança Corporativa proposto por Silva e Leal (2005)	45
Quadro 4: Perguntas para a construção do Índice de Governança Corporativa proposto por Silveira, Barros e Famá (2005)	47
Quadro 5: Índice de Governança Corporativa de Empresas de Capital Fechado proposto por Almeida (2008)	49
Quadro 6: Estudos anteriores sobre Gerenciamento de Resultados e Governança Corporativa	65
Quadro 7: Tipologias quanto a objetivos	71
Quadro 8: Fontes de dados para pesquisa	72
Quadro 9: Planejamento de pesquisa	73
Quadro 10: Descrição das variáveis instrumentais utilizadas	83
Quadro 11: Níveis diferenciados de Governança Corporativa	85
Quadro 12: Constructo Transparência do índice geral de gov. corporativa	87
Quadro 13: Constructo Composição e Func. do índice geral de gov. corporativa	88
Quadro 14: Constructo Controle e Conduta do índice geral de gov. corporativa	88
Quadro 15: Constructo Discussão e análise de dados financeiros	89
Quadro 16: Constructo Direito de Acionistas do índice geral de gov. corporativa	89
Quadro 17: Variáveis de pesquisa	91

Quadro 18: Abordagens de regressão com dados em painel	97
--	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Coeficientes da regressão do modelo KS (1995)	84
Tabela 2: Empresas da amostra por setor de atividade	93
Tabela 3: Teste de normalidade das variáveis de pesquisa.....	98
Tabela 4: Estatísticas descritivas das variáveis de pesquisa	100
Tabela 5: Sumário de estatística descritiva do IGGC	103
Tabela 6: Níveis de Governança da Amostra (em quintis)	105
Tabela 7: Diferença de médias entre quintis de Governança Corporativa	107
Tabela 8: Modelo KS: Mínimos quadrados ordinários (MQO)	108
Tabela 9: Modelo KS: Estimação com dummies setoriais.....	109
Tabela 10: Modelo KS: Estimação com dummies para os anos de pesquisa	110
Tabela 11: Modelo KS: Estimação com variáveis instrumentais	110
Tabela 12: Matriz de correlação das variáveis de pesquisa.....	111
Tabela 13: Média dos scores de governança e média dos accruals	112
Tabela 14: Estatística Mann Whitney de diferença de médias para os accruals.....	112
Tabela 15: Score de transparência e média dos accruals.....	113
Tabela 16: Estatística Mann Whitney para o constructo transparência.....	113
Tabela 17: Score de composição e funcionamento e média dos accruals.....	114
Tabela 18: Estatística Mann Whitney para o constructo compos. e funcionamento	114
Tabela 19: Score de conduta e controle e média dos accruals.....	115
Tabela 20: Estatística Mann Whitney para o constructo contr. e conduta	115
Tabela 21: Score de análise de discussão de Res. Financeiros.....	115
Tabela 22: Estatística Mann Whitney para o constructo Análise e Diss.....	116
Tabela 23: Score de direito de acionistas e média dos accruals	116
Tabela 24: Estatística Mann Whitney para o constructo direito de acionistas	116
Tabela 25: Testes para diferenciação de interceptos. Teste Breusch-Pagan	117
Tabela 26: MQO agrupado (pooled) para IGGC e NDGC.....	118

LISTA DE ABREVIATURAS

IBGC: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

CEO: Chief Executive Officer

MQO: Mínimos Quadrados Ordinários

MQ2E: Mínimos Quadrados Ordinários De Estágios

CVM: Comissão de Valores Mobiliários

VI: Variáveis Instrumentais

ADR: *American Deposit Receipts*

ADR23: ADR nível 2 ou ADR nível 3

RA: Relatório de Administração

N1: Segmento de nível 1 de Governança Corporativa

N2: Segmento de nível 2 de Governança Corporativa

NM: Novo Mercado

NDGC: Níveis diferenciados de Governança Corporativa

ROA: *Return on Assets*

PBV: *Price to Book Value*

CSLA: *Credit Lyonnais Securities Asia*

S&P: *Standard and poors*

SUMÁRIO

LISTA DE GRÁFICOS.....	x
LISTA DE ILUSTRAÇÕES	x
LISTA DE QUADROS	x
LISTA DE TABELAS	xi
LISTA DE ABREVIATURAS.....	xiii
1 INTRODUÇÃO	16
1.1 Problema de Pesquisa	22
1.2 Objetivos da Pesquisa.....	22
1.2.1 Objetivo Geral	22
1.2.2 Objetivos Específicos	23
1.3 Justificativa.....	23
1.4 Delimitação do estudo.....	25
1.5 Estrutura da Dissertação.....	26
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICO-EMPÍRICA	27
2.1 A Teoria da firma	27
2.2 Separação da propriedade e controle	30
2.3 Correntes de pesquisa sobre a Teoria da Agência	33
2.4 Governança Corporativa	35
2.4.1 Conceito e abrangência.....	35
2.4.2 Governança Corporativa: mensuração e evidências.....	40
2.4.2.1 Índices de Governança Corporativa: evidências nacionais e internacionais	42
2.5 Gerenciamento de Resultados contábeis.....	50
2.5.1 Gerenciamento de Resultados e fraude contábil.....	50
2.5.2 Motivações para o Gerenciamento de Resultados.....	52
2.5.3 Métodos de mensuração do Gerenciamento de Resultados.....	53
2.5.4 Gerenciamento de Resultados e Gov. Corporativa: Evidências internacionais.....	59
2.5.5 Gerenciamento de Resultados e Gov. Corporativa: Evidências nacionais.....	65
3 METODOLOGIA DA PESQUISA	69
3.1 Tipologia do estudo	69
3.1.1 Abordagem metodológica.....	69
3.1.2 Tipologia quanto aos objetivos	70
3.1.3 Tipologia quanto aos procedimentos.....	71
3.1.4 Categorização quanto ao planejamento da pesquisa.....	72
3.2 Teorias de Base	74
3.3 Modelo Econométrico para mensuração dos <i>accruals</i> discricionários	74
3.3.1 O Regime de Competência na contabilidade	75
3.3.2 O modelo econométrico KS (1995)	76
3.3.3 Modelo KS (1995) aplicado ao contexto de empresas brasileiras.....	78
3.3.3.1 <i>Accruals</i> Totais.....	78
3.3.3.2 <i>Accruals</i> não discricionários	79
3.3.3.2.1 Receitas	79
3.3.3.2.2 Despesas	79

3.3.3.2.3 Ativo Imobilizado	80
3.3.3.3 <i>Accruals</i> discricionários	80
3.4 Utilização de variáveis instrumentais	81
3.5 Índice Geral de Governança Corporativa	84
3.5.1 Transparência	86
3.5.2 Composição e Funcionamento	86
3.5.3 Controle e Conduta	87
3.5.4 Discussão e Análise de Dados Financeiros	87
3.5.5.Direito de Acionistas.....	88
3.6 Variáveis de controle da pesquisa.....	89
3.7 Hipóteses de pesquisa	91
3.8 População e amostra	91
3.9 Desenho e constructos da pesquisa	92
3.10 Tratamento estatístico	94
3.11 Métodos estatísticos de pesquisa	94
3.11.1 Análise de Regressão	94
3.11.2 Dados em painel	95
3.11.3 Testes não paramétricos	96
 4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	 99
4.1 Estatísticas descritivas das variáveis de pesquisa	99
4.2 Sumário de estatísticas descritivas do Índice Geral de Governança Corporativa ..	101
4.3 Governança Corporativa em diferentes níveis (quintis).....	104
4.4 Estimação dos <i>accruals</i> discricionários	106
4.5 Análise da associação das variáveis de pesquisa.....	110
4.5.1 Resultados da aplicação de testes não paramétricos	111
4.5.1.1 Análise de diferenças para o constrcto Transparência.....	112
4.5.1.2 Análise de diferenças para o constructo Composição e Funcionamento	113
4.5.1.3 Análise de diferenças para o constructo Controle e Conduta.....	114
4.5.1.4 Análise de diferenças para o constructo Análise e diss. de res. Financeiros ...	114
4.5.1.5 Análise de diferenças para o constructo Direito de Acionistas.....	115
4.5.2 Resultados da análise multivariada	116
 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	 120
REFERÊNCIAS.....	124
ANEXOS	138
APÊNDICE	145

1 INTRODUÇÃO

Diversos estudos no Brasil e no mundo que examinam a Governança Corporativa, buscam associar o efeito de práticas de gestão sobre o desempenho econômico-financeiro de companhias, sendo comuns análises que fazem recortes amostrais de companhias listadas em bolsa de valores. Em sua maioria, o intento destes trabalhos é descrever ou explicar como atributos de governança exercem influência sobre a *performance* da firma. Esta verificação pode ser moldada de forma específica, como por exemplo, mediante o exame de características do Conselho de Administração ou de Comitês de Auditoria, ou por meio do uso de índices amplos de atributos de Governança Corporativa. Estudos contemporâneos também buscam estabelecer uma estrutura conceitual e apresentar evidências para embasar discussões que relacionem governança empresarial, finanças corporativas e mercado de capitais (SHLEIFER e VISHNY, 1997; LA PORTA *et al.*, 1999; LA PORTA *et al.*, 2000). Por sua vez, essas estruturas possibilitam o desdobramento de discussões que associam Governança Corporativa a temas de interesse empresarial e acadêmico que não se restringem ao desempenho empresarial.

A importância da Governança Corporativa está relacionada à adoção de mecanismos que possibilitem ao investidor a obtenção do retorno sobre seus investimentos. Para La Porta *et al.* (2000), Governança Corporativa constitui um conjunto de mecanismos pelos quais investidores se protegem da expropriação de acionistas controladores e gestores.

Levando em conta o desenvolvimento e funcionamento de mecanismos que inibem a expropriação de acionistas minoritários, a perspectiva da Governança Corporativa está relacionada a problemas de agência, mais especificamente às implicações decorrentes da separação da propriedade e controle (SHLEIFER e VISHNY, 1997). Em essência, problemas de agência ocorrem porque interesses de acionistas controladores e gestores podem não estar alinhados aos interesses de acionistas minoritários em maximizar o valor da empresa.

Para Shleifer e Vishny (1997), a expropriação de investidores é a forma mais direta e frequente de manifestação de problemas de agência e pode ocorrer desde a

simples apropriação de lucros do negócio, da diluição de sociedades em condições duvidosas - ainda que legais - ou até mesmo mediante o desvio de ativos da companhia como pondera La Porta *et al.* (2000). Diante disto, a perspectiva sobre os mecanismos de Governança Corporativa torna-se essencialmente fértil quando é direcionada ao tratamento de problemas de agência.

A necessidade de alocação de capital em novos projetos ou a ampliação de empreendimentos faz surgir potenciais problemas de agência, já que gestores ou acionistas controladores não dispõem da totalidade dos recursos para financiar estes empreendimentos e buscam captá-los junto a outros agentes. Isso traz à tona o questionamento sobre o que o investidor deve fazer para ter a segurança de que terá o retorno sobre os recursos investidos. Shleifer e Vishny (1997) afirmam que, apesar de direitos e obrigações das partes envolvidas serem norteadas contratualmente, podem haver contingências empresariais insuscetíveis de previsão, o que torna os contratos incompletos por definição. Como consequência, gestor e financiador devem estabelecer critérios para a tomada de decisões acerca de eventos que não foram previstos em contrato. Em relação a eventos futuros não previstos, os autores argumentam que as partes envolvidas não estarão igualmente informadas e qualificadas sobre qual melhor decisão tomar. A consequência disto é que o investidor fica exposto à discricionariedade do gestor que seleciona as alternativas para mensuração dos resultados de acordo com o seu julgamento, o que submete o primeiro ao risco de expropriação.

Diante da existência de assimetria de informação entre gestor e investidor, Silva (2006) defende que o surgimento da Governança Corporativa ajuda a atenuar problemas de agência, por meio da criação de mecanismos que harmonizem interesses de ambos. Neste sentido, Silveira (2002) realça que mecanismos de Governança Corporativa podem ser (1) internos, representados pela atuação de Conselhos de Administração, remuneração de gestores e posse de ações por executivos e (2) externos, tais como obrigatoriedades da Lei do país e ambiente competitivo do mercado acionário.

Por outro lado, para que a vulnerabilidade de investidores não seja explorada, é essencial a existência de um aparato legal de proteção. La Porta *et al.*

(2000) apresentam evidências de países onde a ausência ou a fraqueza de dispositivos legais de proteção aos acionistas exercem efeito negativo sobre a Governança Corporativa e o desenvolvimento do mercado acionário. Afirmam que, em determinados países como Inglaterra e Estados Unidos, dentre os direitos obtidos por financiadores, estão regras para o exercício da transparência por parte da administração e regras de evidenciação contábil, entre outros mecanismos. Nesta linha, Silva (2006) pondera que o ambiente institucional e legal dos países são fatores que exercem influência sobre o modelo de Governança Corporativa. Em consequência, a configuração do aparato legal e institucional determina as bases para o tratamento de acionistas minoritários.

Como efeito da assimetria informacional entre investidores e gestores, Lopes (2004) defende a contribuição da informação contábil como mecanismo de Governança Corporativa no intuito de reduzir os impactos do conflito de agência. Argumenta ainda que a assimetria pode tomar grandes proporções no mercado de capitais, já que administradores possuem maior conteúdo informativo sobre o desempenho dos negócios do que investidores e estes, por sua vez, tomam decisões mediante informações geradas por administradores. Nesta direção, Mourad e Paraskevopoulos (2009) ponderam que as demonstrações contábeis são a principal fonte de informação para parte dos investidores no mercado de capitais. Logo, o reconhecimento da informação contábil como um dos mecanismos de governança relaciona-se a capacidade das demonstrações financeiras em reportar medidas quantitativas e qualitativas de desempenho empresarial. Isto é reforçado por Bushman e Smith quando afirmam que:

(...) a informação contábil é o produto da contabilidade corporativa e de sistemas de reporte externo que medem e divulgam informações ao público sobre dados quantitativos, sobre a posição financeira e desempenho de sociedades de capital aberto. Diretamente, sistemas contábeis proporcionam informações para o controle de mecanismos corporativos e indiretamente contribuem ao fornecimento de informações contidas nos preços das ações. (BUSHMAN e SMITH, 2001, p. 01, tradução própria).

Ainda que haja evidências sobre a funcionalidade da contabilidade como mecanismo de governança, as quais são reforçadas por Sloan (2001), deve-se

ressaltar que a elaboração de relatórios contábeis é feita por administradores da companhia, o que segundo Lopes (2004), pode carregar elevada dose de viés. Esta afirmação ganha realce quando se leva em conta a discricionariedade intrínseca do gestor em relação ao investidor num ambiente de separação de propriedade e de controle, colocando em questão a qualidade do conteúdo informativo das demonstrações financeiras disponibilizado ao investidor.

Assim, pode-se afirmar que atributos de Governança Corporativa exercem influência sobre aspectos não restritos ao desempenho organizacional, mas também sobre a qualidade do processo de elaboração da informação contábil disponibilizada ao usuário. Desta forma, pode ser difícil não se atribuir relevância a mecanismos de governança quando o que está em questão é a formação de uma opinião por parte do investidor sobre o desempenho econômico da firma, para tomada de decisões de investimento.

Ao investigar a evolução temática de pesquisas que relacionam contabilidade e governança corporativa, Sloan (2001) chegou a três categorias relacionados à qualidade da informação contábil: i) estudos que associam custo de capital e *disclosure* financeiro de companhias abertas; ii) pesquisas sobre a efetividade de mecanismos de monitoramento de reporte de informações financeiras; e iii) investigação de efeitos e conseqüências de falhas no processo de reporte de informações financeiras. Nesta última categoria inserem-se estudos sobre gerenciamento de resultados contábeis.

Estudos internacionais e nacionais buscaram evidências da prática de gerenciamento de resultados em companhias abertas (DECHOW, SLOAN e SWEENEY, 1995; MCNICHOLS, 2000; MARTINEZ, 2001; COELHO e LOPES, 2005). O que estes estudos têm em comum é apresentar indícios de gerenciamento de resultados buscando descrever os reflexos danosos desta prática sobre o mercado de capitais. No campo teórico, o trabalho de Schipper (1989) destaca-se pela busca em desenvolver uma estrutura conceitual para o tema a partir de pesquisas que (1) associassem escolhas contábeis e gerenciamento de resultados e (2) buscassem delinear uma conexão entre pesquisa sobre gerenciamento de resultados e outras áreas da contabilidade. A partir deste estudo, o autor definiu o objeto de pesquisa

sobre gerenciamento de resultados e estabeleceu um traço marcante para determinação dos fatores que motivam a sua prática quando afirma que:

(...) a perspectiva informacional do gerenciamento de resultados assume que gestores têm informações privilegiadas que podem ser usadas quando eles escolhem elementos de um conjunto normativo de regras para reporte de informações sob um determinado conjunto de contratos que determinam, por exemplo, remuneração. (SCHIPPER, 1989, p.93, tradução nossa)

Sob a perspectiva do processo de elaboração da informação contábil, coloca-se em questão a existência de incentivos para que gestores interfiram para não demonstrar o desempenho subjacente da organização, ainda que dentro da amplitude permitida pelos princípios contábeis. Nesta direção, Healy e Wahlen (1999) apresentam a seguinte definição para gerenciamento de resultados contábeis:

Gerenciamento de resultados ocorre quando gestores usam o julgamento em relatórios financeiros e estrutura de transações para alterar o reporte de informações com o objetivo de induzir ao erro as partes interessadas no negócio sobre o desempenho subjacente da companhia ou para influenciar resultados contratuais que dependem de números produzidos pela contabilidade. (HEALY e WAHLEN, 1999, p.06, tradução nossa)

Órgãos Reguladores, profissionais e acadêmicos em contabilidade e finanças argumentam que a utilização da informação contábil por vasta gama de usuários, faz do resultado (representado pelo lucro ou prejuízo) um dos produtos da contabilidade mais utilizados para a formação de uma opinião sobre o desempenho da companhia. Contudo, parte da mensuração do resultado depende de componentes de natureza discricionária e que, portanto necessitam do julgamento de gestores. Lopes (2004) reitera o risco de que os resultados reportados não evidenciem a realidade integral sobre o desempenho da empresa e contenham vieses oportunistas de administradores. Diante disto, pode-se conjecturar sobre quais seriam os motivos pelos quais gestores estariam interessados em gerenciar resultados para influenciar a percepção de investidores ou demais partes interessadas no desempenho da empresa.

As motivações para a prática do gerenciamento foram categorizadas por Healy e Wahlen (1999) em: motivações vinculadas ao mercado de capitais; motivações regulamentares e motivações contratuais. Sob o ponto de vista do comportamento da gestão, Martinez (2001) defende que outras causas podem explicar a prática de gerenciamento de resultados, tais como (1) o desejo do gestor em manter-se no cargo, (2) pressão de acionistas por melhores resultados e (3) ambição de gestores por compensação financeira. Adicionalmente, Shen e Chih (2007) argumentam que o gerenciamento de resultados é usado para reduzir a interferência de investidores e proteger a manutenção de um *status quo* ou de benefícios de gestores ou acionistas majoritários.

A relação entre mecanismos de Governança Corporativa e indícios de gerenciamento de resultados de companhias abertas tem atraído a atenção para o desenvolvimento de pesquisas internacionais e nacionais (LARKER *et al.*, 2007; SHEN e CHIH, 2007; JIANG, LEE e ANANDARAJAN, 2007; BOWEN, RAJGOPAL e VENKATACHALAN, 2008; BEKIRIS e DOUKAKIS, 2011; CARDOSO *et al.*, 2006; RAMOS e MARTINEZ, 2006; BAPTISTA, 2009; TORRES *et al.*, 2009). Ainda que por meio de métodos, amostras de empresas e períodos diferentes, essas pesquisas buscam estabelecer, a partir de atributos de Governança Corporativa, estruturas explicativas para a prática de Gerenciamento de Resultados. Estas estruturas incluem conjunto de Leis de proteção a acionistas minoritários; estrutura de propriedade, controle e origem do capital das empresas; estágio do desenvolvimento do mercado de capitais; características do conselho de administração; qualidade de governança corporativa, dentre outras. Tais estudos sugerem associação negativa entre mecanismos de Governança Corporativa e a *intensidade* de gerenciamento de resultados buscando demonstrar que a adoção de mecanismos de governança diminui a propensão da empresa em envolver-se em gerenciamento de resultados e, portanto tende a exercer efeito positivo sobre a qualidade da informação contábil fornecida ao público de usuários.

Em estudos internacionais recentes que examinam a relação Gerenciamento de Resultados de Governança Corporativa, tem-se buscado discutir não o efeito individualizado de variáveis de Governança, mas sim o seu efeito por meio da utilização de índices amplos (SHEN e CHIH, 2007; JIANG *et al.* BEKIRIS e

DOUKAKIS, 2011). Esta abordagem ainda não é utilizada em pesquisas nacionais as quais utilizam uma combinação de atributos de governança e a classificação de empresas listadas em níveis diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBOVESPA.

Sendo assim, esta pesquisa investiga o efeito de atributos de governança corporativa sobre o gerenciamento de resultados contábeis mediante utilização de um índice amplo composto por características de transparência, funcionamento do Conselho de Administração e direção, estrutura de propriedade e controle e direito de acionistas. A considerar a discricionariedade da gestão como resultado da separação entre propriedade e controle, e o conjunto de motivações associadas ao oportunismo, espera-se que os mecanismos Governança Corporativa comportem-se como inibidores do gerenciamento de resultados contábeis. Portanto, melhores estruturas de governança resultariam em menores níveis de gerenciamento de resultados contábeis.

1.1 Problema de Pesquisa

Diante desta contextualização, a questão que orienta esta pesquisa é: Qual a relação entre Gerenciamento de Resultados contábeis e Governança Corporativa em empresas brasileiras?

1.2 Objetivos de pesquisa

Como auxílio para responder a questão de pesquisa, apresenta-se os seguintes objetivos gerais e específicos:

1.2.1 Objetivo geral

Verificar a relação entre gerenciamento de resultados contábeis e governança corporativa de empresas brasileiras de capital aberto com ações negociadas na BM&FBOVESPA.

1.2.2 Objetivos específicos

Os objetivos específicos desmembram-se em:

- i) Construir, a partir de estudos anteriores na área de Finanças e Contabilidade (SILVA E LEAL, 2005; SILVEIRA, BARROS e FAMÁ, 2006; ALMEIDA *et al.*, 2010), um índice para ser utilizado como *proxy* de Governança Corporativa;
- ii) Selecionar e aplicar um modelo para a mensuração de *accruals* discricionários que representem uma *proxy* de gerenciamento de resultados contábeis;
- iii) Verificar a relação resultante entre Gerenciamento de Resultados e Governança Corporativa;

1.3 Justificativa

Diversos estudos nacionais apresentam evidências da relevância da informação contábil no contexto do mercado acionário brasileiro (LEITE e SANVICENTE, 1991; SHIEHLL, 1996; PEROBELLI e NESS Jr, 2000; LOPES, 2001; LIMA e TERRA, 2004; SCHERER, 2006, TAFFAREL e CLEMENTE, 2011). A preocupação central destes estudos está em evidenciar que a divulgação da informação contábil é capaz de alterar expectativas de investidores sobre os fluxos futuros da empresa. Ainda que em intensidades diferentes, estes estudos demonstram a associação relativa do conteúdo informativo passado nas demonstrações contábeis e o preço das ações.

Paralelamente, existem pesquisas direcionadas a apresentar evidências de manipulação de resultados contábeis a partir de motivações específicas. No Brasil, dentre os diversos achados de estudos com esta temática destacam-se: (1) companhias abertas brasileiras com desempenho ruim gerenciam resultados de forma a piorá-los mais ainda e; (2) companhias conseguem iludir investidores no curto prazo, mas ao longo do tempo o mercado identifica o gerenciamento de resultados e estas empresas são penalizadas com altos desempenhos negativos

acumulados. Neste sentido, vê-se que as características qualitativas da informação contábil podem ser prejudicadas pela intervenção deliberada da gestão em reportar resultados que não apresentem a realidade subjacente do desempenho da companhia (MARTINEZ, 2001).

Tomando como base a relevância esperada das demonstrações financeiras em permitir que analistas e investidores do mercado de capitais sejam capazes de fazer previsões sobre os fluxos de negócios futuros da companhia, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) levou a público um alerta sobre a prática de gerenciamento de resultados. No Ofício-Circular nº 01/2007, a CVM estabelece que a escolha arbitrária de procedimentos contábeis ao sabor de interesses momentâneos destrói a confiança e aumenta o risco para o investidor. No texto do ofício-circular, a autarquia atribui ao Conselho de Administração das companhias a atenção em evitar o gerenciamento de resultados por meio de um conjunto de medidas específicas, tais como mudanças de critério contábil e tratamento contábil de instrumentos financeiros e derivativos.

Em 2000, a Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (BOVESPA), num esforço em fomentar a adoção de mecanismos de Governança Corporativa por empresas brasileiras, criou os níveis diferenciados de Governança. Pode-se conjecturar que o intuito da instituição foi o de criar um ambiente em que empresas de capital aberto voluntariamente sinalizassem ao mercado sobre suas práticas de gestão relacionadas à dispersão do controle acionário, direitos adicionais a acionistas minoritários, transparência e outros mecanismos de gestão. Antes da iniciativa da BOVESPA, em 1995 foi criado o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) que constitui um agente fomentador da profusão de práticas de Governança Corporativa no país. Este instituto apresenta a Governança Corporativa como um conjunto de mecanismos pelos quais as empresas comprometem-se com a adoção de práticas voltadas a princípios de transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa.

Na esfera governamental, a CVM, em 2002, desenvolveu um conteúdo informativo com recomendações sobre governança corporativa. Nesta publicação, a instituição busca estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e

orientar acionistas minoritários, auditores e acionistas controladores sobre práticas de governança. A cartilha descreve práticas de gestão associadas à transparência, responsabilidades do conselho de administração, proteção de acionistas minoritários e auditoria e demonstrações financeiras.

Assim, tem-se, de um lado, um conjunto de mecanismos que buscam comprometer a gestão por meio de práticas de governança voltadas à geração de valor ao acionista e, de outro, o risco de expropriação de investidores por meio da consequência natural do oportunismo decorrente da separação de propriedade e controle. Dentre estes riscos está o Gerenciamento de Resultados. Uma análise mais profunda indicará que o conteúdo contratual entre BM&FBOVESPA e empresas que aderem aos níveis diferenciados de governança corporativa, não são idênticos aos mecanismos indicados pela CVM ou mesmo pelo IBGC. A criação de níveis diferenciados de Governança Corporativa é um avanço em termos de práticas de gestão voltadas a busca em atender o princípio da geração de valor ao acionista. Contudo, não se pode concluir que no escopo de exigências de cada nível de governança contenha todos os mecanismos de boas práticas de governança suficientes para mitigar a prática de gerenciamento de resultados.

Diante disto, argumenta-se que este estudo é relevante porque: i) busca revelar se empresas que apresentam modelos de governança corporativa consistentes são capazes de refleti-los em seus processos de elaboração de demonstrações financeiras por meio de menores níveis de discricionariedade contábil; ii) incorpora em um índice de governança corporativa 31 atributos fazendo o uso de um índice amplo e não por meio da verificação do impacto individualizado de atributos de governança sobre o gerenciamento de resultados; e iii) busca contribuir no desenvolvimento de fatores explicativos para o gerenciamento de resultados de empresas brasileiras iniciando no Brasil série de pesquisas que analisam o desempenho de *accruals* discricionários a partir de índices amplos de Governança Corporativa.

1.4 Delimitação do estudo

A pesquisa verifica a relação entre gerenciamento de resultados contábeis e governança corporativa apoiando-se nas seguintes bases teóricas: i) Teoria da firma formalizada por Jensen e Meckling (1976); ii) Problemas de agência e Teoria da Firma revisitado por Fama (1980); e iii) Separação de propriedade e controle de Fama e Jensen (1983);

A delimitação seguinte trata da definição operacional das variáveis de pesquisa Gerenciamento de Resultados contábeis (variável dependente), Governança Corporativa (variável independente) e demais variáveis de controle discutidas na seção 3.

A delimitação final diz respeito à amostra da pesquisa que compreende companhias brasileiras de capital aberto não-financeiras com ações negociadas na BM&FBOVESPA no período de 2005 a 2010 e que neste período tenham apresentado de forma completa as demonstrações contábeis Balanço Patrimonial e Demonstração do Resultado do exercício.

1.5 Estrutura da Dissertação

A estrutura deste trabalho apresenta a seguinte forma: i) a seção 2 apresenta a plataforma teórica e empírica do trabalho em que são apresentados os elementos teóricos que servem de fundamento para a Governança Corporativa, além de evidências empíricas sobre esta temática e o Gerenciamento de Resultados. Na seção 3 é apresentado o percurso metodológico para examinar os objetivos de pesquisa, abordando a amostra, as variáveis e a hipótese de pesquisa. Na seção seguinte é apresentada a análise e discussão dos resultados. Finalmente, na seção 5 são feitas as considerações finais do estudo.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICO-EMPÍRICA

Nesta seção, são apresentados os elementos teóricos desta pesquisa, definições de Governança Corporativa e Gerenciamento de Resultados, além de realizar um resgate nacional e internacional de pesquisas na área.

2.1 Teoria da firma

Motivados em desenvolver uma teoria sobre estrutura de propriedade para a firma, Jensen e Meckling (1976) desenharam o progresso da teoria dos direitos de propriedade, teoria da agência e finanças. Mediante a reunião de elementos teóricos que compõem estas três áreas de conhecimento, a análise auxiliou na elucidação das implicações da separação de propriedade e controle para uma variedade de questões tanto profissionais quanto no campo da literatura em finanças. Tais questões envolvem a definição de firma, a definição da função do objetivo corporativo, a determinação da estrutura ideal de capital e os desdobramentos sobre o alinhamento de interesses de agente e principal por meio da propriedade de capital pelo primeiro, que na teoria figura como o proprietário-gestor.

A utilização do arcabouço da teoria da firma postulado por Jensen e Meckling (1976) passa pela compreensão da teoria da agência a partir dos estudos desenvolvidos por Spense e Zeckhauser (1971) e Ross (1973). Segundo Eisenhardt (1989), a teoria da agência ampliou a literatura sobre a assunção do risco ao introduzir o problema de agência, que ocorre quando partes cooperativas apresentam objetivos conflitantes. Segundo a autora, os problemas de agência passaram a ser comumente abordados pela teoria da firma por meio da utilização da metáfora dos contratos entre agente e principal. A teoria da agência centra-se em resolver dois tipos de problemas: i) aqueles que surgem quando preferências ou objetivos de agente e principal divergem e aqueles que se referem à dificuldade e onerosidade do principal em verificar o exercício pleno das atividades delegadas ao agente; e ii) aqueles que se referem a posturas diferentes diante do risco.

Ao desenvolver a teoria da firma, Jensen e Meckling (1976) dedicaram atenção restrita a uma parte da análise geral do problema de agência: a análise dos

custos de agência gerados por arranjos contratuais entre proprietários e executivos de nível hierárquico mais elevado de uma companhia. Segundo os autores, custos de agência são todos aqueles direcionados a contratação de executivos, orçamentos para desenvolvimento de sistemas de monitoramento do desempenho da gestão e as perdas residuais do principal, as quais se caracterizam como perda adicional de riqueza como resultado da divergência de objetivos e preferências das partes. Este custo deixará de existir somente na hipótese em que agente e principal tornarem-se um só o que pode ser representado por um exemplo factível em que 100% do capital da empresa é de propriedade de um componente da organização que cumulativamente exerce o cargo de gestor.

Jensen e Meckling (1976) postulam que o contrato entre proprietário-gestor e fornecedores de capital é permeado por relações de agência em que o primeiro é visto por agente e o segundo como principal. O mais simples cenário desenvolvido por Jensen e Meckling (1976) considera um indivíduo que detém 100% do capital de uma companhia e decide vender parte de suas ações ao público, porém mantendo-se na gestão da companhia. A análise compara o comportamento do proprietário-gestor antes e depois de vendidas as ações. Especificamente, o objetivo da análise é investigar possíveis mudanças no consumo de benefícios não-pecuniários por parte do sócio-gerente (WATTS e ZIMMERMAN, 1986).

A influência da Teoria da Firma para a compreensão dos problemas de agência é realçada por Eisenhardt (1989) cuja contribuição está em explorar modelos teóricos capazes de conter o comportamento oportunista da gestão mediante a propriedade de parte do capital da corporação. Neste sentido, Correia e Amaral (2008) ponderam que um dos aspectos essenciais da Teoria da Firma é a suposição de existência de uma relação conflituosa entre agente e principal. Ainda segundo Eisenhardt (1989), os modelos teóricos propostos pela teoria da agência são capazes de se submeter a hipóteses testáveis e são abundantes as evidências empíricas da existência de relações de agência entre agente e principal.

Devem-se destacar também três aspectos que a teoria da firma é capaz de explicar no contexto de relações de agência: i) demonstra que um empresário ou gestor de uma empresa com estrutura de propriedade mista (capital próprio e capital

de terceiros) vai selecionar um conjunto de atividades e decisões para a empresa de tal forma que o valor total da companhia seja inferior ao que seria se ele fosse único proprietário; ii) indica que o insucesso do agente (representado pelo gestor) em maximizar o valor da firma é perfeitamente consistente com a eficiência; iii) demonstram os motivos pelos quais relatórios contábeis serão providenciados voluntariamente para acionistas ou credores;

O trabalho de Fama (1980) pode ser também considerado um dos mais influentes no estudo de problemas de agência e teoria da firma. Este autor desenvolveu a tese de que a separação da propriedade e controle pode ser explicada como uma forma eficiente de organização econômica. Ainda que gestores tomem decisões, características de atitudes discricionárias apoiadas em interesses próprios, é possível o desenvolvimento de mecanismos capazes de conter atitudes desta natureza. A motivação do autor foi realizar um exame sobre até que ponto os sinais fornecidos pelo mercado de trabalho (de executivos) e sinais fornecidos pelo mercado de capitais junto a mecanismos de informação, seriam capazes de disciplinar dirigentes de empresas. Os mecanismos de disciplina de gestores referidos pelo autor estão relacionados aos problemas decorrentes de contratos incompletos e, portanto relacionados a problemas de agência. Correia e Amaral (2008) observam que existe um limite para a divergência de comportamento de dirigentes de alto escalão em relação ao comportamento de maximização de valor. Este limite é dado por um mercado de trabalho para este tipo de mão-de-obra e um mercado de capitais, ambos eficientes.

A tese desenvolvida por Fama (1980) pode ser considerada complementar a Teoria da Firma desenvolvida por Jensen e Meckling (1976) porque, também, parte da premissa de que a empresa é vista como um conjunto de relações contratuais entre diversos fatores de produção, cada um com interesses individuais específicos. A diferença do enfoque dado por Fama (1980) é a inclusão no fator reputação de dirigentes na análise da dinâmica das relações de agência. Argumenta que gestores competem dentro e fora da firma e que o mercado é capaz de desenvolver mecanismos suficientes para premiar ou punir por razão do exercício de suas funções. Ademais, assume-se que dirigentes enfrentam a impossibilidade de

diversificação de seu portfólio de investimentos não podendo diversificar a sua fonte de recursos e que, portanto são avessos ao risco.

2.2 Separação da propriedade e controle

A identificação da origem das relações de agência é importante para compreensão do conceito de separação da propriedade e controle no contexto empresarial. Para que exista a suposição de existência de uma relação conflituosa entre agente e principal como postulado pela Teoria da Firma, é necessário a dissociação entre estas duas partes. Isso significa dizer que não haverá conflito de agência caso os papéis de acionista e gestor, por exemplo, sejam exercidos pelo mesmo indivíduo. Diante desta dualidade, não haverá delegação de autoridade porque não haverá necessidade de distribuição de poder para o processo de decisão.

Pode-se dizer que a estrutura organizacional mais rudimentar é aquela em que o dono da firma concentra a propriedade da totalidade dos recursos produtivos disponíveis para sua condução. Ao concentrar a propriedade, este agente tem autoridade e responsabilidade pela tomada decisões relevantes para o desempenho da firma e portanto, exerce também o controle sobre ela. Por razão da oferta pública de ações, esta configuração concentrada de propriedade e controle corresponde a um modelo incomum se comparado ao de corporações atuais. A propriedade dispersa de capital, a separação de atribuições para o exercício de tomada de decisão e a presença de gestores especializados, faz da separação da propriedade e controle um traço característico das corporações modernas. Diante desta estrutura, há delegação de autoridade e distribuição de poder na cadeia hierárquica, abrindo espaço para as relações de agência. Nesta direção, Silveira (2002) afirma que a essência dos problemas de agência é o conflito de interesses possibilitado pela separação da propriedade e do controle.

Estudos sobre os efeitos da separação de propriedade e controle em companhias abertas tornaram-se uma representativa tendência temática de pesquisas e fonte de discussões em diversas áreas de conhecimento desde a

publicação de *The Modern Corporation and Private Property* por Berle e Means (1932).

Berle e Means (1988) estão entre os primeiros a teorizar sobre a propriedade difusa de grandes corporações como uma característica típica de corporações empresariais. Diante do contexto de sua época, estes autores demonstraram que a moderna corporação apresentava estrutura de propriedade que não se parecia com a de uma empresa gerida por seu dono. Verificaram dissociação entre propriedade e controle, onde corporações não eram administradas por seus proprietários ou fundadores, mas sim por dirigentes profissionalizados que no máximo detinham fração menos significativa de capital. Ao demonstrar que a separação da propriedade e controle tratava-se de um fato, estes autores lançaram luz sobre a necessidade de compreensão do funcionamento da relação entre proprietários, gestores e demais partes interessadas no desempenho das organizações. Lopes (2004) defende que a contribuição de Berle e Means constitui um dos pontos de partida para a compreensão das relações agência.

Embora o reconhecimento de que a formalização da dispersão da propriedade em companhias de capital aberto da forma como se conhece atualmente seja atribuída a Berle e Means (1988), estudos posteriores direta e indiretamente partiram de premissas semelhantes a destes autores e contribuíram para o aumento do arcabouço teórico dedicado à compreensão das relações de agência e separação da propriedade e controle (JENSEN e MECKLING, 1976; FAMA, 1980; FAMA e JENSEN, 1983; JENSEN, 1983).

Fama e Jensen (1983) interessados em identificar possíveis caminhos de sobrevivência de empresas caracterizadas pela separação da propriedade e do controle, discutiram o papel do Conselho de Administração em corporações com propriedade diluída. Na visão destes autores, o Conselho de Administração deveria funcionar como um sistema de informações em que fornecedores de capital seriam capazes de usá-lo como mecanismo de monitoramento do comportamento oportunista de dirigentes de alto nível hierárquico. Esta tese trouxe ao centro dos debates sobre relações de agência e separação da propriedade e controle, a hipótese de que a governança da corporação e, conseqüentemente o seu

desempenho e longevidade, estariam relacionados à qualidade dos mecanismos de informação disponíveis. Dentre os demandantes destas informações estariam aqueles interessados no desempenho da organização, mas que não participam da sua condução operacional e exclusivamente fornecem capital.

Mais precisamente, Fama e Jensen (1983) defendiam que a perpetuidade do modelo de organização caracterizada por propriedade difusa dependeria da divisão das atribuições de decisão e assunção do risco. Para limitar o nível de risco de consecução de quaisquer empreendimentos, a hipótese subjacente da teoria é a de que as estruturas contratuais da firma deveriam separar o processo decisório em quatro etapas: i) inicialização: que consiste na geração de propostas para utilização de recursos e para estruturação de contratos; ii) ratificação (ou confirmação): escolha e oficialização das iniciativas a serem implementadas; iii) implementação: execução das decisões confirmadas; e iv) monitoramento: medição do desempenho das decisões dos agentes e implementação de recompensas.

Embora a tese defendida fosse de segregação de responsabilidade e autoridade no processo decisório, Fama e Jensen (1983) foram além e postularam que a forma como a firma distribui a autoridade da decisão entre os agentes, constitui um elemento vital para a sobrevivência da organização. Para isto, as quatro etapas do processo decisório anteriormente definidas, devem formar dois grupos de competência. As etapas de inicialização e implementação formam as funções de gerenciamento da decisão, as quais devem ser exercidas por agentes diferentes daqueles que atuam nas etapas de ratificação e monitoramento que por sua vez formam as funções de controle da decisão. Pode-se considerar que o objetivo desta separação é proteger detentores de direitos residuais de possíveis abusos de agentes com poder de decisão. Nesta linha, os autores argumentam:

O controle de problemas de agência no processo decisório é importante quando os gestores da decisão que iniciam e implementam importantes decisões não são os maiores detentores de direitos residuais (...). Sem mecanismos de controle efetivos tais gestores com poder de decisão são mais propensos em tomar atitudes que se desviam dos interesses de detentores de direitos residuais. (FAMA e JENSEN, 1983, p. 304, tradução própria).

Mostra-se evidente para os autores que na ausência de separação das atribuições nos grupos de gerenciamento e controle de decisão, os interesses de detentores de direitos residuais serão contrariados por atitudes desalinhadas de dirigentes. Em um ambiente de separação de propriedade e controle, o conselho de administração somente será um mecanismo efetivo para a etapa do controle de decisão se for capaz de limitar a discricionariedade de dirigentes de alto escalão.

Para Correia e Amaral (2008), ao levar em consideração a assunção do risco e estabelecer com clareza as etapas do processo decisório, Fama e Jensen (1983) elaboraram as hipóteses fundamentais da Teoria de Separação de Propriedade e Controle. Estes fundamentos são: a) separação entre a assunção do risco e o gerenciamento da decisão que por sua vez leva a separação entre o gerenciamento da decisão e decisão de controle; b) a combinação de atribuições de gerenciamento da decisão e decisão de controle restrita à poucos agentes leva à concentração de direitos residuais que são geralmente limitados a esses mesmos agentes.

Levando em conta a contribuição feita por Fama e Jensen (1983) para a compreensão da separação da propriedade e controle em companhias de propriedade difusa, é possível observar que não só a sobrevivência mas também a eficiência das corporações depende do controle dos problemas de agência. A partir dos fundamentos que constituem a Teoria de Separação de Propriedade e Controle, é possível afirmar que a perenização das organizações depende da combinação de distribuição do poder nos moldes indicados e da constituição de mecanismos de monitoramento consistentes.

2.3 Correntes de pesquisas sobre a Teoria da Agência

Como foi possível observar nos tópicos anteriores, desde o início dos anos 70 com os estudos de Spense e Zeckhauser (1971) e Ross (1973), diversos esforços foram empreendidos para o desenvolvimento de pesquisas apoiadas pela teoria da agência. Para Jensen (1983), estes esforços dividiram-se em duas linhas literárias que nominalmente buscam resolver o mesmo tipo de problema: os desdobramentos da relação contratual entre agente e principal. Estas correntes de

pesquisa foram rotuladas pelo autor como “agente-principal” e “teoria positiva da agência”. A diferença entre as duas refere-se à abordagem metodológica para análise das relações de agência. A linha agente-principal fundamenta-se no rigor matemático e não é orientada para a evidenciação. Já a linha positiva da teoria tem orientação empírica, menor formalidade e rigor matemático. A distinção da evolução da teoria da agência em duas linhas temáticas sugere interesses de pesquisas diferentes, mas complementares sob o ponto de vista teórico e empírico. O Quadro 1 descreve as características destas duas correntes:

Linha	Concentração
Pesquisa da relação agente-principal	<p>A estrutura de preferências das partes envolvidas em contratos explícitos ou implícitos;</p> <p>A incerteza que envolve as relações de agência;</p> <p>A estrutura informacional de monitoramento das relações de agência;</p>
Teoria positivista da agência	<p>Identificar situações em que principal e agente são mais propensos a ter conflito de objetivos;</p> <p>Descrever mecanismos de governança que limitem o comportamento oportunista do agente;</p>

Adaptado: Jensen (1983) e Eisenhardt (1989)

Quadro 1: Linhas de pesquisa sobre Teoria da agência

Depreende-se a partir do Quadro 1 que enquanto a pesquisa da linha agente-principal preocupa-se com o rigor matemático para formalizar uma teoria que melhor explique as relações de agência, o domínio da linha positiva é o conjunto de mecanismos de governança das corporações capazes de conter problemas de agência.

Para Eisenhardt (1989), a linha positiva da teoria da agência foi influenciada por três trabalhos, os quais já tiveram seus fundamentos discutidos nesta etapa do trabalho (JENSEN e MECKLING, 1976; FAMA, 1980; FAMA e JENSEN, 1983). Ademais, a autora defende que duas proposições que versam sobre mecanismos de governança são identificados na corrente positivista: a) quando o contrato entre principal e agente tem como base resultados, o agente é mais propenso a comportar-se de acordo com os interesses do principal; e b) quando o principal tem

informações para verificar com acurácia o comportamento do agente, este é mais propenso a comportar-se de acordo com os interesses do principal.

O funcionamento de mecanismos de distribuição de autoridade e monitoramento da gestão com vistas ao alinhamento de interesses de principal e agente em diversas esferas do ambiente organizacional, estão entre os objetos de pesquisas da temática Governança Corporativa. Estudos sobre Governança Corporativa tem sua perspectiva voltada à problemas de agência e à separação da propriedade e controle (SHLEIFER e VISHNY, 1997). Tornaram-se particularmente frequentes na década de 90 após escândalos empresariais que envolviam a expropriação de acionistas minoritários e falências de corporações consideradas bem geridas.

Embora existam autores que argumentem sobre a não existência de uma teoria para a Governança Corporativa (SILVEIRA, 2006), os desdobramentos das relações de agência e da separação da propriedade oferecem uma vasta fonte teórica para o embasamento de estudos com esta temática.

2.4 Governança Corporativa

Nesta etapa, são apresentadas definições e abrangência do conceito de Governança Corporativa. Em seguida, discorre-se sobre scores de Governança e resultados de pesquisas nacionais e internacionais que empreenderam métodos para sua mensuração.

2.4.1 Conceito e abrangência

O conceito de governança pode ser diferente dependendo do país em questão (GILLAN, 2006). Shleifer e Vishny (1997) argumentam que Governança Corporativa relaciona-se com as formas pelas quais investidores podem ter a certeza se terão o retorno por seus investimentos. Para Gillan e Starks (1998), Governança Corporativa pode ser definida como o sistema de leis, regras e fatores que conduzem as operações em uma companhia. Zingales (1998, p.3) estende o

conceito definindo sistemas de governança como o “complexo de restrições que moldam a barganha *ex post* sobre as quase-rendas¹ geradas no curso da relação”.

Silveira (2004, p.08) sustenta que Governança Corporativa “pode ser entendida como um conjunto de mecanismos de incentivo e controle, internos e externos, que visam a minimizar os custos decorrentes do problema de agência”. O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) (2004, p.6) define Governança Corporativa como “um sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas e Cotistas, Conselho de administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal”. O IBGC por meio do Código Brasileiro de Governança Corporativa, cuja aplicação é voluntária, também estabelece os princípios de governança que devem reger as organizações. O Quadro 2 descreve estes princípios.

Princípio	Atributos
Transparência	A administração deve cultivar o “desejo de informar”. Este atributo realça a voluntariedade em divulgar informações aos interessados no desempenho da organização; A comunicação espontânea e clara não deve se restringir ao desempenho econômico-financeiro da organização, mas também a demais fatores que norteiam a ação empresarial;
Equidade	Tratamento justo e igualitário de grupos minoritários, tais como, acionistas, colaboradores, clientes, fornecedores e credores;
<i>Accountability</i>	Agentes de Governança Corporativa devem prestar contas de sua atuação a quem os elegeu;
Responsabilidade Corporativa	Conselheiros e executivos devem zelar pela longevidade dos negócios levando em conta aspectos ambientais e sociais em suas ações e decisões

Quadro 2: Princípios de Governança Corporativa
Fonte: adaptado do IBGC (3º Edição, 2004)

Ainda que indiretamente, IBGC indica que ao adotar os princípios resumidos no Quadro 2 a empresa estará direcionada a alcançar os objetivos por ele adotados, quais sejam: aumentar do valor da empresa para a sociedade; melhorar do seu desempenho; facilitar o acesso à constituição de capital a custos mais baixos; contribuir para sua perenidade.

¹Sandroni (2009, p.507) define quase-renda como “O montante obtido pelo vendedor de um bem ou serviço que supera o seu custo de oportunidade quando o bem ou serviço se encontra com a oferta fixa, isto é, não há possibilidade de aumentá-la no curto prazo. O conceito foi desenvolvido por Alfred Marshall para a determinação do preço do capital no curto prazo quando a oferta de capital é fixa. Os proprietários de capital recebem um pagamento que difere do custo de oportunidade (de usar aquele recurso) pelo montante da quase-renda. [...] Em síntese, a quase-renda existe porque os preços no curto prazo não estão em equilíbrio ou, visto de outro ângulo, trata-se de uma receita devida a fatores não disponíveis aos concorrentes.

Como já apresentado nas seções anteriores, a literatura que versa sobre a Teoria da Firma e Separação da Propriedade e Controle indica que há motivos para acreditar que nem sempre os interesses do acionista e executivo, por exemplo, serão harmoniosos. Diante disto, e das definições sobre Governança Corporativa, depreende-se que mecanismos de Governança têm o objetivo de induzir os tomadores de decisões a terem atitudes voltadas a maximizar o valor da empresa para os acionistas. Portanto, visa alinhar interesses de partes conflitantes.

Para Denis e McConnell (2003), a definição preliminar de mecanismos internos de Governança Corporativa refere-se a características do Conselho de Administração e estrutura de propriedade da firma. Já os mecanismos externos referem-se ao sistema legal e regulatório do mercado de capitais e o mercado de controle corporativo (*takeover market*). A ilustração 1 descreve estruturas internas e externas de Governança Corporativa segundo Gillan (2006). O lado direito resume a composição de fornecedores de recursos formados por *debtholders* e *shareholders* que constituem a estrutura de capital da organização. Neste lado, a ilustração captura a característica típica de empresas de capital aberto no que se refere à necessidade de levantar junto ao público o capital para seus empreendimentos. No lado esquerdo estão os órgãos de administração e um resumo da estrutura patrimonial de uma organização.

No lado esquerdo e acima, está o Conselho de Administração com o papel de monitorar a gestão. Esta ordenação hierárquica é coerente com os fundamentos definidos por Fama e Jensen (1983) quando defendem que o Conselho de Administração deve servir como uma fonte de informação a fornecedores de recursos no que refere ao monitoramento do desempenho da gestão. De forma complementar, a ilustração destaca a separação entre os fornecedores de recursos e gestores de recursos, o que na visão de Gillan (2006) constitui o fator que cria a demanda por Governança Corporativa.

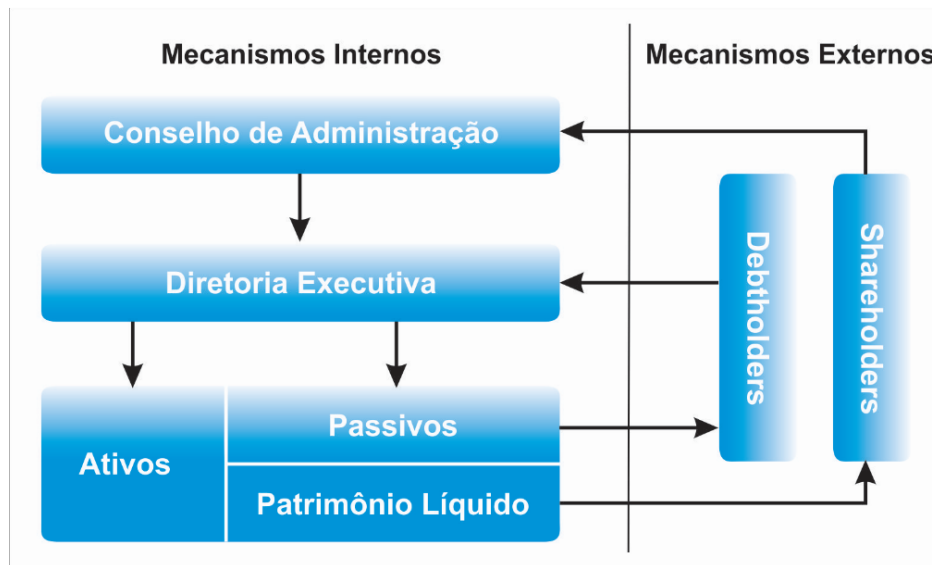


Ilustração 1: Mecanismos de Governança Corporativa
Fonte: Gillan (2006)

Esta separação entre estruturas externas e internas de Governança Corporativa é também capaz de ilustrar o conceito de Shleifer e Vishny (1997) quando afirmam que *debtholders* e *shareholders* utilizam mecanismos de governança, representados pelos órgãos de administração, para assegurar o retorno sobre seus investimentos.

É possível argumentar que a ilustração 1 apresenta limitações sobre abrangência dos agentes interessados no desempenho da organização. Nesta linha, Gillan (2006) defende que a perspectiva destacada pela ilustração pode ser ampliada mediante a adição de outros participantes, o que levaria a visualização do panorama que descreve o “nexo de contratos” como articulado por Jensen e Meckling (1976). A ilustração 2 apresenta esta perspectiva.

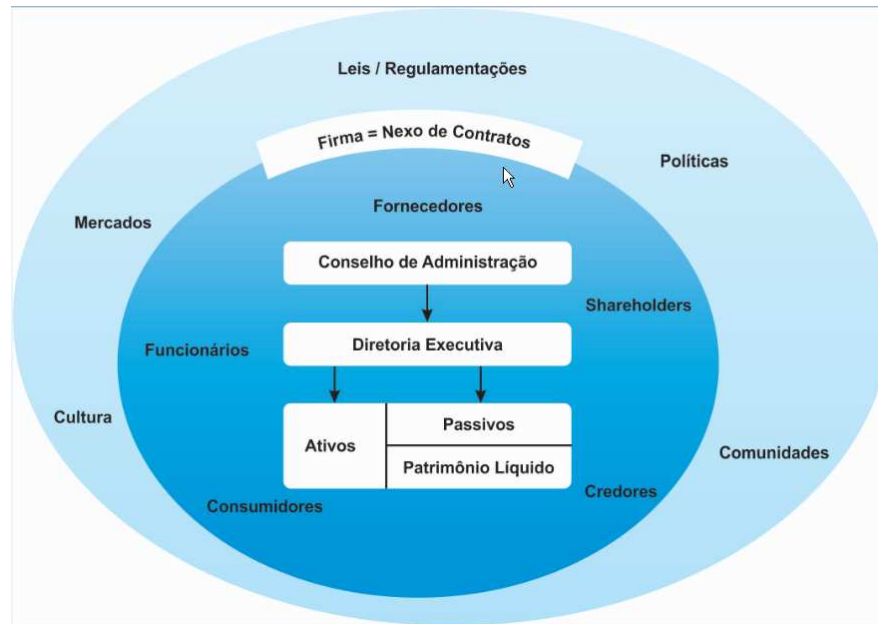


Ilustração 2: Governança Corporativa e a Firma

Fonte: Adaptado Gillan (2006)

Considerando a argumentação de Ross (1973) de que todos os arranjos contratuais contêm elementos de agência (por exemplo, entre empregador e empregado ou governo e governado) e também a argumentação de Jensen e Meckling (1976) de que conflitos de agência podem ser observados em todos os tipos de esforço cooperativo (por exemplo, sindicatos, universidades, empresas, etc.), a ilustração é capaz de sugerir uma ligação entre os fundamentos da teoria da firma e os mecanismos de Governança Corporativa.

Zingales (1998) buscou estabelecer uma estrutura conceitual não apenas para discussões sobre Governança Corporativa, mas para identificar sua ligação com a Teoria da Firma. Antes de definir conceitos, o autor busca discutir a justificativa para a necessidade de Governança Corporativa no ambiente empresarial. Segundo o autor, a teoria econômica clássica e a microeconomia raramente mencionam os termos “autoridade”, “propriedade” e “controle” no seu arcabouço. Mediante exemplos teóricos sobre relações de oferta e demanda o autor deduz determinadas relações em que a abordagem clássica e neoclássica da economia não se ajusta e sugere o papel central da autoridade e controle para a compreensão destas relações. Entretanto, ainda por meio de definições da teoria

econômica, verifica que a relação entre investidor e gestor é identificada pelo conceito de quase-renda.

Embora as abordagens conceituais de Shleifer e Vishny (1997) e Zingales (1998) apresentem diferenças da abordagem em determinados aspectos, ambos os autores não concordam com a hipótese de que as forças naturais de mercado definidas pela “mão invisível” de Adam Smith sejam capazes de ajustar o conjunto de problemas observados pela Governança Corporativa. Para os autores, a Governança Corporativa lida com o fato de não haver a certeza de que investidores terão ao longo do tempo o retorno sobre seus investimentos. A partir desta dificuldade em assegurar o retorno sobre os investimentos realizados, abordam a Governança Corporativa como um caminho para conferir poder e proteção a acionistas da expropriação de gestores ou de acionistas majoritários.

Na mesma direção de Shleifer e Vishny (1997) e Zingales (1998), La Porta *et al.* (2000) argumentam que a expropriação de investidores mina o funcionamento do mercado de capitais e que a abordagem legal da Governança Corporativa lida com a manutenção de mecanismos de proteção de investidores. Os autores defendem que Governança Corporativa pode ser entendida como conjunto de mecanismos pelos quais investidores se protegem da expropriação de gestores ou controladores.

2.4.2 Governança Corporativa: mensuração e evidências

A partir do início dos anos 2000, estudos propuseram-se a analisar a evolução temática e de abordagens da literatura sobre mecanismos de Governança Corporativa. Estas investigações buscaram reunir evidências relativas aos efeitos de atributos de Governança Corporativa sobre diversas variáveis organizacionais tais como de desempenho, disposições institucionais e sistemas legais.

Denis e McConnell (2003) identificaram duas gerações de estudos internacionais sobre a temática Governança Corporativa considerando diversos países da Europa, Ásia, América do Sul e do Norte. Segundo os autores, a primeira geração é voltada a evidências internacionais sobre mecanismos internos de controle particularmente aos mecanismos de Conselho de Administração e de

estrutura de propriedade. Na maioria dos casos, esta geração preocupa-se em buscar evidências sobre: i) o efeito de mecanismos de Governança Corporativa sobre o desempenho da empresa medido por meio das variáveis lucratividade e valor relativo de mercado; e ii) se mecanismos afetam decisões específicas da empresa, tais como, políticas de investimento, *turnover* e reposição de dirigentes e reações sobre ofertas de controle. Na segunda geração, estão estudos que consideram o efeito de diferentes sistemas legais sobre os diversos modelos de Governança Corporativa existentes, que analisam comparativamente estas estruturas em diversos países, especialmente sistemas de proteção de acionistas. Denis e McConnell (2003) destacam os trabalhos de La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny.

Leal (2004) buscou identificar as publicações mais influentes que examinassem o efeito de práticas de Governança Corporativa sobre o valor corporativo (desempenho econômico-financeiro e valor de mercado). A *survey* desenvolvida pelo autor levou em conta a literatura recente nacional e internacional e deu foco nas abordagens de (1) concentração de direitos de fluxo de caixa e concentração de direitos de controle, e (2) utilização de índices amplos de Governança Corporativa. Algumas das evidências da primeira linha de estudos referem-se à *papers* que reuniram evidências sobre a concentração de direitos de controle em empresas brasileiras (VALADARES e LEAL, 2000; LEAL e CARVALHAL DA SILVA, 2004); que documentaram a existência de custos e benefícios associados à concentração de propriedade e de estudos que sugerem que maiores direitos de fluxo de caixa estão associados a maiores valores de mercado das empresas (SHLEIFER e VISHNY, 1997; LA PORTA *et al.*, 1998 e 2002; e CLAESSENS *et al.*, 2002).

Na segunda linha de estudos identificada por Leal (2004), estão presentes estudos que utilizam um caminho alternativo para representar boas práticas de Governança Corporativa mediante o uso de informações presentes em estatutos sociais e relatórios de informações públicas de empresas. Estes são denominados índices de Governança Corporativa. Segundo Leal (2004), estes índices constituem-se no agrupamento de práticas de governança descritas na forma de atributos e buscam avaliar a qualidade das práticas de Governança Corporativa na forma de um

score ou coeficiente. Tais índices podem incluir práticas do conselho de administração, estrutura de propriedade, práticas de transparência, direitos de acionistas, presença de comitês específicos, dentre outras estruturas. Ademais, o objetivo destes índices é mensurar a qualidade de Governança Corporativa a partir de atributos previamente definidos e divididos em constructos, sendo possível promover comparações entre empresas ou grupo de empresas para exame da relação entre *scores* de governança e outras variáveis, como por exemplo, de natureza econômica e legal.

2.4.2.1 Índices de Governança Corporativa: evidências nacionais e internacionais

Estudos contemporâneos no Brasil e no mundo utilizam índices de Governança Corporativa, os quais se baseiam em questionários com respostas subjetivas ou objetivas sobre presença ou ausência de atributos de governança (LEAL, 2004). A seguir será realizado um resgate de estudos que utilizaram índices de governança. Deve-se fazer a ressalva de que este resgate tem o objetivo de destacar a relevância dos índices de governança como variável de mensuração da qualidade de Governança Corporativa sobre as variáveis de desempenho, disposições institucionais e sistemas de legais. Entretanto, como será visto posteriormente, já são freqüentes estudos que associam índices de governança a outras variáveis, tais como *proxies* de gerenciamento de resultados contábeis.

Patel, Balic e Bwakira (2002) examinaram as diferenças entre os níveis de transparência e *disclosure* de 19 países de mercados emergentes no período de três anos. Utilizaram amostra de 354 empresas que representavam 70% da composição do índice *Standard and Poors* (S&P) em termos de captação de recursos no mercado de capitais. Para as comparações propostas pelos autores, utilizaram um questionário de Governança Corporativa de 98 questões com respostas do tipo falso e verdadeiro. A aplicação do índice demonstrou que países de mercados asiáticos e da África do Sul apresentam níveis mais elevados de transparência e *disclosure* do que países latino-americanos. Além disso, verificaram associação positiva e estatisticamente significativa entre o nível de transparência e *disclosure*. Finalmente,

constatarem relação também positiva e significativa entre estes constructos e o valor de mercado das empresas da amostra.

Durnev e Kim (2005) analisaram o porquê de empresas apresentarem elevado nível de Governança Corporativa em termos de transparência e *disclosure* mesmo quando não são obrigadas por Lei; como os atributos de governança interagem com o ambiente legal; e a relação entre Governança Corporativa e valor de mercado das empresas analisadas. Para mensuração do nível de qualidade de Governança utilizaram dois índices. O primeiro constitui-se em um *composite* de 57 perguntas agrupadas em 6 constructos (disciplina, transparência, *accountability*, responsabilidade, proteção de acionistas e responsabilidade social). O segundo tratou-se exclusivamente de atributos do ambiente legal e da habilidade de agências de notícias reportarem escândalos financeiros naqueles países. Por meio de uma amostra de 854 empresas representativas de 27 países, verificaram que empresas com maiores *scores* de Governança Corporativa apresentam maior valor de mercado. Embora as evidências sejam semelhantes aos achados de Patel, Balic e Bwakira (2002), Durnev e Kim (2003) fizeram o uso de análise multivariada e, portanto fizeram inferências sobre uma relação de causa entre atributos de Governança Corporativa e variáveis de desempenho.

Por meio do uso do ranking de Governança Corporativa do *Credit Lyonnais Securities Asia* (CSLA) aplicado em 14 países, Klapper e Love (2002) investigaram os determinantes da Governança Corporativa; a relação entre níveis de Governança Corporativa e o desempenho das empresas; e a associação entre a qualidade de Governança e o nível de proteção de acionistas nestes países. Os resultados indicaram alta correlação positiva entre o nível de Governança Corporativa, desempenho e valor de mercado das empresas. Adicionalmente, constatarem maior importância relativa de atributos de Governança Corporativa em países com mecanismos legais mais fracos de proteção de acionistas.

Levando em consideração a presença de mecanismos de direito de acionistas, Gompers, Ishii e Metrick (2003) desenvolveram um índice amplo de Governança Corporativa composto por 24 atributos. A verificação de presença ou ausência dos atributos avaliados foi realizada mediante aplicação de um instrumento

que serviu de aproximação do nível de governança para 1.500 empresas norte-americanas. O estudo evidenciou que maiores níveis de direitos de acionistas estão associadas à maior valor de mercado de companhias. Constataram também que maiores níveis de governança estão associados a maiores níveis de lucros, maior nível de crescimento do faturamento e menores dispêndios de capital.

A partir do índice desenvolvido por Gompers, Ishii e Metrick (2003) e mediante a inclusão de atributos adicionais de Governança Corporativa, Core, Guay e Rusticus (2004) investigaram a relação níveis de governança e retorno das ações. Os achados da pesquisa demonstram que embora exista uma relação negativa entre baixa qualidade de governança e desempenho operacional, esta relação negativa não é refletida no preço das ações.

Chen *et al.* (2007) examinaram a relação entre o retorno das ações de empresas listadas na bolsa de Taiwan e um índice amplo de Governança Corporativa construído a partir dos constructos de (1) dualidade do CEO, (2) tamanho do Conselho de Administração, (3) posse de ações por executivos da empresa e (4) posse de ações de investidores institucionais. Evidenciaram significativa relação entre o índice e o desempenho das ações o que, segundo os autores, demonstra sua eficácia como evidência de efetividade em termos de avaliação de mecanismos de Governança Corporativa em Taiwan.

Martynova e Reneboog (2010) desenvolveram uma análise comparativa de sistemas regulatórios de Governança Corporativa e sua evolução num período de 15 anos em 30 países europeus e Estados Unidos. O estudo propôs a criação de detalhados índices de governança capazes de capturar as características dos sistemas legais dos mercados de capitais dos países da amostra. Segundo os autores, a abrangência dos índices permite indicar os meios pelos quais órgãos de regulação poderiam resolver problemas potenciais de agência. Levando em conta a série de 15 anos de análise da evolução de índices de Governança Corporativa e expressiva amostra, os resultados da pesquisa sugerem a existência de uma convergência dos sistemas de Governança Corporativa dos países.

Por meio da construção de um índice amplo de Governança Corporativa, Sapovadia (2011) investigou a relação entre mecanismos de governança e a distribuição de valor adicionado de empresas indianas. O objetivo do estudo foi o de buscar estabelecer a importância da demonstração do valor adicionado (DVA) e sua relação com atributos de governança. Concluíram que a DVA pode ser um instrumento de análise para a compressão da relação entre Governança Corporativa e o mercado de capitais.

No Brasil, Silva e Leal (2005) investigaram a relação entre qualidade de Governança Corporativa e valor de mercado e desempenho de empresas brasileiras de capital aberto no período de 1998 a 2002. Para isso construíram um índice amplo de governança para empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA. Sob o ponto de vista empírico, optaram em analisar a relação entre índices de governança e valor de mercado ao invés de observar individualmente atributos de Governança Corporativa. Segundo os autores ao utilizar esta metodologia seriam capazes de estabelecer uma descrição compreensiva sobre o nível de Governança Corporativa da amostra da pesquisa.

Denominado de Índice de Governança Corporativa (IGC), contém 15 questões cujas respostas são “sim” ou “não” e sem ponderação, em que 1 é atribuído à presença do mecanismo de governança e 0 para o contrário. A fonte para responder aos questionamentos do índice são os dados divulgados pelas próprias empresas da amostra e sem a realização de entrevistas. O IGC é dividido em 4 constructos que por sua vez apresentam atributos específicos. O Quadro 3 apresenta o índice desenvolvido pelos autores.

Transparência
1. A empresa gera as demonstrações financeiras obrigatórias no prazo requerido?
2. A empresa usa um padrão internacional de contabilidade?
3. A empresa usa uma das empresas globais de auditoria?
Funcionamento e Composição do C.A.
4. O presidente do C.A e Diretor presidente não são a mesma pessoa?
5. O quadro de direção não é claramente composto por acionistas controladores ou <i>insiders</i> da companhia?
6. O tamanho do quadro é entre 5 e 9 membros?
7. Os membros permanecem no quadro por 1 ano?
8. Há conselho fiscal permanente?
Propriedade e Estrutura de Controle
9. Acionistas controladores detêm menos que 50% das ações com direito a voto?
10. O percentual de ações com direito a voto é maior que 80% do capital social?
11. O índice de direitos de caixa para ações com direito de voto de acionistas controladores é maior que 1?
12. O <i>free-float</i> da empresa é maior ou igual ao que é requerido pelo Novo Mercado conforme especificado pela BOVESPA?

Direitos de Acionistas
13. O estatuto social da empresa estabelece arbitragem para solução de conflitos corporativos?
14. O estatuto social da empresa concede direitos adicionais de voto além do que é requerido por Lei?
15. A companhia concede <i>tag along</i> além do que é requerido pro Lei?

Quadro 3: Índice de Governança Corporativa proposto por Silva e Leal (2005)

Como *proxy* de valor de mercado os autores utilizaram a variável Q de Tobin que representa uma razão que tem no numerador a soma do valor de mercado das ações ordinárias e preferências e as dívidas da empresa e no denominador o valor do ativo total da companhia. Para desempenho usaram como *proxy* o ROA (Retorno sobre o ativo) representado pela razão do EBITDA (lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização) e o total de ativos. Adicionalmente, utilizaram alavancagem e o tamanho da empresa como variáveis de controle. Nas duas formas funcionais tratadas estatisticamente, a variável IGC é considerada variável explicativa para valor de mercado (Q de Tobin) e desempenho (ROA).

Os resultados indicam que os autores testaram a melhor abordagem para representação econométrica dos dados sendo apresentadas as estimações dos coeficientes da regressão na forma de efeitos fixos e aleatórios perfazendo um conjunto de 4 equações.

Para o modelo em que a variável dependente é o Q de Tobin, o índice de Governança Corporativa não é estatisticamente significativo nem para a abordagem de efeitos fixos e nem aleatórios. Os resultados indicaram que para a amostra utilizada, o IGC não é uma variável explicativa para o valor de mercado da empresa. Já no modelo em que o ROA é a variável dependente, na abordagem de efeitos aleatórios o CGI mostrou-se significativo ao nível de 10% e com sinal do coeficiente dentro do esperado (positivo).

Ainda que o resultado dos coeficientes de regressão com dados painel não tenha apresentado significância estatística em todas as abordagens, o estudo demonstrou que para o período de análise menos de 4% das empresas da amostra poderiam ser classificadas como nível “bom” de Governança Corporativa.

Em direção semelhante ao da pesquisa realizada por Silva e Leal (2005), Silveira, Barros e Famá (2005) investigaram a influência da qualidade de

Governança Corporativa sobre o valor das companhias brasileiras listadas em bolsa. Entretanto, propuseram variadas abordagens econométricas incluindo regressões por mínimos quadrados ordinários, variáveis instrumentais e sistemas de equações simultâneas.

Como *proxy* para Governança Corporativa, os autores utilizaram um conjunto também binário de perguntas. Entretanto, o índice é composto por 20 perguntas separadas em 4 constructos considerados importantes pela literatura: acesso às informações; conteúdo das informações prestadas; estrutura do conselho de administração; e estrutura de propriedade e controle. Denominado de IGOV, a composição do índice é apresentado no Quadro 4:

Dimensão de Governança	#	Pergunta do índice de governança
Acesso às informações	1	É possível obter o Relatório Anual (RA) da companhia via internet?
	2	O <i>website</i> dispõe de documentos relativos a governança corporativa?
	3	O <i>website</i> dispõe de apresentações para analistas ou dados que possibilitem projeções operacionais e financeiras da empresa?
	4	O <i>website</i> é bilíngue e possui uma seção de Relações com os Investidores?
	5	Não houve necessidade de contato direto com a companhia para a obtenção de informações sobre a empresa?
Conteúdo das Informações Públicas	6	O RA inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de Governança Corporativa?
	7	O RA, <i>website</i> ou algum outro documento explica a remuneração global dos executivos?
	8	Os demonstrativos são apresentados em US-GAAP ou IAS-GAAP?
	9	O RA, <i>website</i> ou algum outro documento inclui uma seção com estimativas de lucros ou projeções de retornos financeiros?
	10	O RA, <i>website</i> ou algum outro documento corporativo apresenta o valor adicionado/destruído pelo negócio no período com base em alguma medida de lucro econômico?
Estrutura do Conselho de Administração	11	Os cargos de Diretor Executivo e Presidente do Conselho de Administração são ocupados por pessoas diferentes?
	12	A empresa possui um conselho de administração com 5 a 9 membros?
	13	Mais do que 80% do conselho de administração é composto por conselheiros externos?
	14	O conselho de Administração possui mandato unificado de um ano?
	15	A empresa não possui acordo de acionistas?
Estrutura de Propriedade e Controle	16	A empresa emite apenas ações com direito a voto (ON)?
	17	As ações preferenciais correspondem a menos que 50% do total de ações?
	18	O(s) controlador(es) possui(em) menos do que 70% do total de ações ordinárias?
	19	O excesso (<i>DIF</i>) de direitos de controle (ON) em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa (%TA) do controlador é menor que 23%?
	20	A empresa concede tag along aos detentores de ações preferencias?

Quadro 4: Perguntas para a construção do Índice de Governança Corporativa proposto por Silveira, Barros e Famá (2005)

Diferente de Silva e Leal (2005) o período de análise foi somente o ano de 2002. As variáveis dependentes foram o Q de Tobin e um múltiplo de aproximação

do valor de mercado denominado PBV (*price-to-book*) que representa uma razão com numerador formado pela soma do valor de mercado das ações ordinárias e preferenciais e denominador o patrimônio líquido da companhia.

Ao computar as regressões múltiplas, cada variável dependente foi analisada considerando três conjuntos diferentes de variáveis independentes: (1) IGOV e setores econômicos das companhias da amostra; (2) IGOV, um vetor de variáveis de controle e setores econômicos das companhias da amostra; (3) IGOV, um vetor de variáveis independentes, variáveis ADR, ADR23, identificação do acionista controlador e setores econômicos das companhias da amostra. Diante disto, 6 combinações de análise da relação valor de mercado e Governança Corporativa foram desenvolvidas, onde IGOV foi mantida como variável explicativa.

Em todas as abordagens a variável IGOV mostrou-se significativa pelo menos ao nível de 5%, o que permitiu aos autores inferir que os atributos de governança levados em conta pelo índice mostraram-se capazes de explicar o valor de mercado das companhias. Nas 6 abordagens o sinal esperado para a variável IGOV foi positivo e portanto dentro do esperado.

Os autores ressaltaram dois motivos para interpretar com cautela os resultados da pesquisa. O primeiro refere-se ao período de 1 ano, o que impediu a formulação de modelos dinâmicos e análise de padrões de comportamento ao longo do tempo. O segundo versa particularmente sobre a dificuldade de obtenção de instrumentos claramente exógenos.

Almeida (2008) explorou a relação desempenho e Governança Corporativa de empresas brasileiras de capital aberto, porém não listadas na Bolsa de Valores. O objetivo da pesquisa foi identificar os determinantes da qualidade de governança. O autor justificou a importância do estudo considerando que a adoção de boas práticas de governança interessa não só apenas a investidores, mas também de instituições públicas que normatizam o mercado de capitais.

A *proxy* de Governança Corporativa utilizada pelo autor apresenta semelhanças com os índices de governança propostos por Silva e Leal (2005) e Silveira, Barros e Famá (2005) e é apresentada no Quadro 5:

Transparência
1. A companhia prepara seus relatórios financeiros exigidos por lei dentro do prazo visto?
2. A companhia utiliza métodos internacionais de contabilidade?
3. A companhia usa uma das principais empresas de auditoria globais?
4. A companhia apresenta no seu <i>website</i> ou nas informações anuais (IAN) informações sobre remuneração do diretor geral e dos membros do conselho?
5. A empresa teve parecer de auditoria independente sem ressalva?
Composição e funcionamento do conselho
6. O presidente do conselho e o diretor geral da empresa são pessoas diferentes?
7. O conselho é claramente composto por conselheiros externos e possivelmente independentes (não ligados aos controladores)?
8. O conselho possui entre 5 e 9 membros, conforme recomenda o IBGC?
9. Os membros do conselho possuem mandato de um ano, conforme recomenda o IBGC?
Controle e Conduta
10. A empresa não está sob investigação em curso ou tem qualquer tipo de condenação pela CVM no último ano?
11. O grupo controlador, considerando o acordo de acionistas, possui menos de 50% das ações com direito a voto?
12. A porcentagem de ações sem direito a voto é menor que 20% do total do capital?
13. O controle da companhia é direto?
14. Não existem acordos de acionistas?

Quadro 5: Índice de Governança Corporativa de Empresas de Capital Fechado proposto por Almeida (2008)

As variáveis de pesquisa foram divididas em quatro grupos: i) qualidade das práticas de Governança Corporativa: Índice de governança descrito no Quadro 5; ii) propriedade: concentração de propriedade; iii) variáveis de desempenho: duas especificações de retorno sobre os ativos e uma medida de retorno sobre o patrimônio líquido; iv) variáveis de controle: alavancagem, crescimento, idade, tamanho, tangibilidade e taxa de investimento.

Os resultados foram verificados por meio da computação de regressões múltiplas em duas formas. Na primeira delas, o autor buscou identificar os determinantes da Governança Corporativa. Assim, o índice de governança proposto apresenta-se como variável dependente. As variáveis crescimento e idade mostraram-se significativas, mas os sinais fora do esperado. Na segunda relação com a variável ROA como sendo dependente, a variável que representa o índice de governança não se mostrou estatisticamente significativa.

Mediante o resgate de pesquisas empíricas acerca dos resultados da associação entre índices de Governança Corporativa, variáveis de desempenho,

disposições institucionais e sistemas legais e regulatórios, pode-se visualizar a existência de um intenso debate no meio acadêmico sobre o tema. Para Silva (2006) este debate se deve às várias metodologias disponíveis para medição da qualidade de práticas de Governança Corporativa de uma empresa. A metodologia de aplicação de índices, como aproximação da qualidade de Governança Corporativa, é uma das alternativas de mensuração e sua difusão e contemporaneidade pode ser observada com relativa facilidade.

Embora o resgate de resultados de pesquisas tenha indicado a vivacidade do debate envolvendo Governança Corporativa e variáveis de desempenho empresarial, pesquisas recentes têm relacionado índices de Governança à *proxies* de Gerenciamento de Resultados contábeis. Como será observado em seções posteriores, esta associação está presente em pesquisas internacionais, o que sugere um caminho de oportunidades para pesquisas nacionais.

2.5 Gerenciamento de Resultados Contábeis

Esta seção parte de uma discussão sobre a diferença entre Gerenciamento de Resultados e fraude contábil. Discutem-se também os incentivos econômicos associados à prática do Gerenciamento de Resultados contábeis. Na sequência, são apresentadas as metodologias de mensuração. E finalizando, é realizado um resgate de pesquisas internacionais que examinaram a relação entre Gerenciamento de Resultados e Governança Corporativa por meio de índices amplos de governança, e pesquisas nacionais com semelhante abordagem metodológica.

2.5.1 Gerenciamento de resultados e fraude contábil

No Brasil e no exterior o tema Gerenciamento de Resultados é amplamente discutido e há extensa literatura que investiga as suas conseqüências sobre o mercado de capitais (HEALY e WAHLEN, 1999). No Brasil, primeiro trabalho de notoriedade sobre o tema foi desenvolvido por Martinez (2001). Desde então a produção acadêmica sobre o tema é crescente.

Na pesquisa contábil brasileira o Gerenciamento de Resultados contábeis é uma adaptação do termo em inglês denominado *Earnings management*. Embora haja outros termos utilizados na sua definição (*creative accounting*, por exemplo), constata-se predomínio do termo Gerenciamento de Resultados Contábeis para se referir ao *Earnings Management* (MARTINEZ, 2001).

Healy e Wahlen (1999) argumentam que já a partir da definição de Gerenciamento de Resultados é possível estabelecer algumas discussões, a destacar dois pontos específicos: **i) formas de praticar o Gerenciamento de Resultados:** gestores podem exercer o julgamento de várias maneiras para influenciar os resultados contábeis tais como estimativa de resultados futuros da companhia, diferimento de impostos, estimativas de perdas com crédito de liquidação duvidosa e *impairments loss* de ativos; **ii) confundir acionistas:** gestores não acreditam que acionistas podem “desfazer” o Gerenciamento de Resultados. Isso pode ocorrer porque gestores possuem mais informações sobre a *performance* da empresa o que torna o Gerenciamento de Resultados contábeis não transparente para investidores externos.

Comiskey e Mulford (2002) argumentam que Gerenciamento de Resultados é uma atividade de manipulação de lucros em direção a determinado alvo. Este alvo pode ser materializado pelo próprio gestor ou pode ser a previsão de analistas de mercado ou ainda um montante que seja consistente ao interesse do agente que realiza o Gerenciamento de Resultados. Estes autores também se referem ao *income smoothing* que consiste numa forma de Gerenciamento de Resultados desenvolvida para remover picos e quedas de uma série normal de lucros. O objetivo desta prática seria fazer uma espécie de estocagem de lucros durante os anos de bom desempenho de lucros e utilizá-los em anos de desempenho ruim. Embora a tradução literal para *income smoothing* seja suavização de lucros, no Brasil o termo comumente utilizado é alisamento de resultados.

Referindo-se a Gerenciamento de Resultados e fraude Martinez (2001, p.13) afirma:

É importante entender que gerenciamento de resultados contábeis não é fraude contábil. Ou seja, opera-se dentro dos limites do que prescreve a legislação contábil, entretanto nos pontos em que as normas contábeis facultam certa discricionariedade para o gestor, este realiza suas escolhas não em função do que dita a realidade concreta dos negócios, mas em função de outros incentivos que o levam a desejar reportar um resultado distinto.

Neste mesmo sentido, Comiskey e Mulford (2002) definem reporte fraudulento de informações financeiras como:

Distorções intencionais ou omissão de montantes ou de divulgações no reporte de informações financeiras, feitos para enganar usuários de demonstrações financeiras, os quais são definidos como fraudulentos por procedimento legal administrativo, civil ou criminal. (COMISKEY e MULFORD, 2002, p. 03, tradução própria).

Dechow e Skinner (2000) argumentam que a mensuração do Gerenciamento de Resultados é de difícil operacionalização valendo-se de atributos contidos em demonstrações contábeis tornando-o algo cuja observação não é direta. Apesar das definições de gerenciamento de resultados indicarem dificuldade em termos de discernimento, sua forma extrema, a fraude financeira, é claramente definida. Por isso, realça-se a definição de fraude contábil destacada por estes autores:

[...] deturpação deliberada da condição financeira do empreendimento por meio de distorção intencional ou omissão de montantes ou divulgações das demonstrações financeiras para enganar usuários de informações financeiras. (Certified Fraud Examiners, 1993)

À luz dos conceitos descritos, a prática de Gerenciamento de Resultados contábeis está associada à discricionariedade dos gestores, o que pode não representar infração a requisitos normativos. Já a prática de fraude financeira consiste em uma atitude de intervenção sobre as informações contábeis, cujas consequências são previstas em Lei.

2.5.2 Motivações para o Gerenciamento de Resultados

Healy e Wahlen (1999) resumizam o surgimento da prática do Gerenciamento de Resultados a partir de três motivações:

1. Motivações envolvendo o mercado de capitais: o uso generalizado da informação contábil por investidores e analistas financeiros associadas a valoração do preço de ações podem criar incentivos aos gestores para manipular lucros numa tentativa de influenciar a performance dos preços dos ativos no curto prazo.

2. Motivações contratuais: Informações contábeis são utilizadas para monitorar e regular dispositivos contratuais entre a empresa e partes interessadas (tais como fornecedores de recursos) que utilizam a informação contábil para construir uma opinião sobre as condições da companhia e tomar decisões. Externamente, contratos de compensação (remuneração) são usados para alinhar os incentivos do gestor e acionistas. Estes contratos podem criar incentivos para prática de Gerenciamento de Resultados.

3. Motivações regulatórias: incentivos associados ao “manejo” do lucro de companhias que atuam em mercados monitorados por agências de regulação. Empresas que têm sua atividade regulada pelo governo podem manipular resultados para atender objetivos específicos.

Diante das motivações elencadas acima, o princípio para o gestor agir com discricionariedade está relacionado a escolhas realizadas. Estas escolhas envolvem, por exemplo, políticas contábeis cujos efeitos poderão se refletir nos relatórios financeiros reportados a usuários externos. Determinadas escolhas podem exercer influência sobre variáveis de desempenho econômico-financeiro, tais como, o desempenho do lucro, alavancagem operacional e financeira dentre outras. Como investidores tem a oportunidade de utilizar informações financeiras, eles podem pautar decisões sobre seus investimentos a partir destes dados que podem conter vieses motivados por interesses específicos da gestão. Deparando-se com este problema, o investidor teria sua percepção alterada e suas decisões seriam diferentes daquelas tomadas caso o exercício da discricionariedade não estivesse presente. Assim, ao considerar a relação entre discricionariedade e Gerenciamento de Resultados, mecanismos de Governança Corporativa podem exercer influência relevante para a mitigação de sua prática já que tais mecanismos envolvem a

monitoração do desempenho da gestão e contêm dispositivos institucionais, políticos e econômicos (SHLEIFER e VISHNY, 1996).

2.5.3 Métodos de mensuração do Gerenciamento de Resultados

Estudos sobre Gerenciamento de Resultados utilizam métodos econométricos de mensuração. Healy e Wahlen (1999) observam que apesar da sabedoria popular dizer que o Gerenciamento de Resultados existe, não tem sido simples para pesquisadores documentar evidências de suas práticas. Uma abordagem comum de identificação dos incentivos para “manejar” os resultados é por meio da estimativa dos *accruals* totais observados como a diferença entre o lucro líquido e fluxo de caixa das operações. Os *accruals* totais são por sua vez divididos em discricionários e não discricionários, onde os primeiros são caracterizados como *proxies* ou equivalentes ao Gerenciamento de Resultados (TEOH, WELCH e WONG, 1998). O método econométrico para mensuração dos *accruals* discricionários utilizados neste trabalho é descrito no item 3.3.

Na literatura, são comumente utilizados 5 modelos para se detectar indícios de gerenciamentos de resultados (TUKAMOTO, 2004). A seguir são apresentadas as formas funcionais dos modelos e suas variáveis.

1) Modelo Healy (1985): Este trabalho é o primeiro esforço realizado para se modelar uma *proxy* de Gerenciamento de Resultados. Tem a seguinte forma:

$$NAD_t = \sum_t \frac{TA_t}{T_0}$$

Em que:

NDA_t são os *accruals* não-discricionários das empresas da amostra no ano t ;

TA_t são os *accruals* totais das empresas da amostra no ano t ;

Bartov, Gul e Tsui (2000) argumentam que o modelo de Healy utiliza a média dos *accruals* totais escalados pelos ativos totais defasados do período de estimação como medida de *accruals* não-discrecionários.

2) Modelo de DeAngelo (1986): este tem a seguinte forma funcional:

$$NDA_t = TA_{it-1}$$

Em que:

NDA_t são os *accruals* não-discrecionários das empresas da amostra no ano t ;

TA_t são os *accruals* totais das empresas da amostra no ano t ;

Embora tenham variáveis iguais, o modelo DeAngelo (1986) não representa uma variação do modelo Healy (1985). O modelo de DeAngelo (1986) mede o Gerenciamento de Resultados por meio das primeiras diferenças nos *accruals* totais (DECHOW, SLOAN, SWEENEY, 1995). Segundo Bartov, Gul e Tsui (2000) um maior detalhamento do modelo chegaria à seguinte forma funcional:

$$NAD_t = \frac{TA_{t-1}}{A_{t-2 \ 0}}$$

Apesar dos modelos de Healy (1985) e DeAngelo (1986) terem propostas diferentes para a construção de uma *proxy* de Gerenciamento de Resultados, são semelhantes em não utilizar métodos de inferência estatística ou de estimações indiretas mediante aplicação de análise multivariada.

3) Modelo de Jones (1991): Este é o primeiro modelo a usar métodos econométricos para captação dos efeitos da discrecionalidade da gestão sobre as variáveis contábeis. Mais precisamente utiliza-se a técnica estatística de Regressão Linear Múltipla (RLM). O conceito do modelo é o de que as variações nos *accruals* totais podem ser explicadas pelas variações na receita e do conjunto de bens da empresa representados por suas propriedades, plantas de produção e equipamentos. O modelo Jones (1991) é descrito da seguinte forma:

$$TA_{it} = \beta_0\left(\frac{1}{A_{t-1}}\right) + \beta_1\left(\frac{\Delta R_{it}}{A_{t-1}}\right) + \beta_2\left(\frac{PPE_{it}}{A_{t-1}}\right) + \varepsilon_{it}$$

$$NDA_{it} = \beta_0\left(\frac{1}{A_{t-1}}\right) + \beta_1\left(\frac{\Delta R_{it}}{A_{t-1}}\right) + \beta_2\left(\frac{PPE_{it}}{A_{t-1}}\right)$$

Em que:

TA_{it} são os *accruals* totais da empresa i no período t ;

NDA_{it} são os *accruals* não discricionários da empresa i no período t ;

ΔR_{it} representa a variação das receitas líquidas da empresa i no período t ;

PPE_{it} representa o total de propriedade, plantas e equipamentos da empresa i no período t ;

A_{t-1} representa o ativo total da empresa i no período $t-1$;

β_0, β_1 e β_2 são os coeficientes a serem estimados;

Deve-se observar que para aplicação do modelo Jones (1991) a variável PPE_{it} depende de adaptação a legislação brasileira. A descrição desta adaptação para aplicação do modelo econométrico utilizado neste trabalho (que também usa essa variável) está descrita na seção 3 deste trabalho.

A lógica do modelo Jones (1991) é que os *accruals* totais devem ser explicados pelas variáveis selecionadas. Mediante a estimação de coeficientes estatisticamente significativos (β_0, β_1 e β_2) e utilizando o método dos mínimos quadrados (MQO), é possível estimar o componente não explicado pelas variáveis, o que seria o equivalente ao Gerenciamento de Resultados. Segundo o modelo, a *proxy* de Gerenciamento de Resultados é representada pelo componente de erro da regressão múltipla (JONES, 1991).

Mediante modificações algébricas é possível estender a composição do modelo Jones (1991) para melhor compreendê-lo. Considerando que os *accruals* totais (TA_{it}) são identificados pela soma dos *accruals* discricionários (AD_{it}) e não-discricionários (AND_{it}) e que estas últimas são *proxy* do Gerenciamento de

Resultados indicadas pelo erro da regressão, pode-se chegar nas seguintes relações:

$$TA_{it} = AND_{it} + AD_{it}$$

$$AD_{it} = TA_{it} - NDA_{it}$$

$$AD_{it} = TA_{it} - [\beta_0 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{\Delta R_{it}}{A_{t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{PPE_{it}}{A_{t-1}} \right)]$$

O modelo Jones (1991) pode considerar simultaneamente o efeito tempo (série temporal) e unidades de corte (empresas) para a estimação dos coeficientes da regressão. Assim, a estimação dos coeficientes pode ser feita não só pelo método MQO, mas também para regressões com dados em painel (efeitos fixos ou aleatórios). A seleção do método de estimação dependerá dos testes de adequação disponíveis. (ADKINS, 2011).

4) Modelo de Jones Modificado (1995): Dechow, Sloan e Sweeny (1995) modificaram Jones (1991) incluindo a variável contas a receber no modelo de estimação de *accruals* totais. Levando-se em conta que as vendas a prazo oferecem possibilidade de serem “manejadas”, os autores ao incluir esta variável buscaram reduzir o efeito das vendas a prazo sobre a variação da receita líquida. O modelo é comumente chamado de Jones Modificado (1995) e tem a seguinte configuração:

$$TA_{it} = \beta_0 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{\Delta R_{it} - \Delta CR_{it}}{A_{t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{PPE_{it}}{A_{t-1}} \right) + \varepsilon_{it}$$

Em que:

TA_{it} são os *accruals* totais da empresa i no período t ;

NDA_{it} são os *accruals* não discricionários da empresa i no período t ;

ΔR_{it} representa a variação das receitas líquidas da empresa i no período t ;

ΔCR_{it} representa a variação do contas a receber da empresa i no período t ;

PPE_{it} representa o total de propriedade, plantas e equipamentos da empresa i no período t ;

A_{t-1} representa o ativo total da empresa i no período $t-1$;

β_0, β_1 e β_2 são os coeficientes a serem estimados;

A lógica do modelo Jones Modificado (1995) é a mesma do modelo Jones (1991). A diferença é a inclusão da conta “contas a receber” no vetor de variáveis explicativas dos *accruals* não-discrecionários. Assim, os meios de se estimar o erro da regressão múltipla são os mesmos do modelo anterior.

5) Modelo de Kang Sivaramakrishnan (1995): Embora expressivo número de pesquisas nacionais e internacionais utilizem o modelo Jones na sua versão inicial ou modificada (COELHO e LOPES, 2005; COELHO e LIMA, 2007; BAPTISTA, 2009; CHTOUROU, BÉDARD e COURTEAU, 2001; LARCKER, RICHARDSON e TUNA, 2007; BEKIRIS e DOUKAKIS, 2011), Thomas e Zhang (2000) verificaram que o modelo desenvolvido por Kang Sivaramakrishnan (1995) mostrou-se o mais acurado em estimar a *proxy* de Gerenciamento de Resultados. Comumente denominado de modelo KS (1995), este trouxe basicamente duas modificações se comparado aos anteriores: a) leva em consideração variáveis de despesas operacionais como fatores explicativos dos *accruals* totais; b) incluiu o método de variáveis instrumentais com coeficientes estimados por mínimos quadrados de dois estágios (MQ2E) e o métodos dos momentos generalizados (GMM). Segundo os autores, a abordagem com variáveis instrumentais apresenta desempenho superior em termos de mensuração dos estimadores do modelo de regressão. O modelo tem a seguinte forma:

$$AT_{it} = \phi_0 + \phi_1[\delta_1 Rec_{it}] + \phi_2[\delta_2 Desp_{it}] + \phi_3[\delta_3 At.Imob_{it}] + \varepsilon_{it}$$

Em que:

AT_{it} são os *accruals* totais da empresa i no período t ;

Rec_{it} são as receitas líquidas da empresa i no período t ;

$Desp_{it}$ são as despesas da empresa i no período t ;

$At.Imob_{it}$ é a proxy da variável PPE (property, Plants and Equipment) da empresa i no período t ;

$\phi_0, \phi_1, \phi_2, \phi_3$ são os coeficientes a serem estimados;

$(\delta_1 \delta_2 \delta_3)$ são os indicadores do modelos os quais são mensurados para cada empresa i e em cada período t ;

As evidências apresentadas por Thomas e Zhang (2000) indicam maior robustez do modelo KS (1995). Ademais, considera-se que este modelo representa o estado da arte em termos métodos de estimação da *proxy* de Gerenciamento de Resultados contábeis (MARTINEZ, 2008). Diante disto, o modelo KS (1995) foi selecionado como método de estimação dos *accruals* discricionários desta pesquisa.

2.5.4 Gerenciamento de Resultados e Governança Corporativa: Evidências Internacionais

Nesta etapa, é feito o resgate de estudos internacionais que associam Governança Corporativa, tanto na forma de estruturas específicas como em *scores* ou índices, ao Gerenciamento de Resultados. Diante dos objetivos de pesquisa propostos, busca-se nesta etapa resgatar pesquisas internacionais que associaram índices de Governança Corporativa e Gerenciamento de resultados. Além disso, serão apresentadas evidências de trabalhos nacionais sobre esta temática.

Peasnell, Pope e Young (2000) verificou se a incidência de Gerenciamento de Resultados depende no monitoramento da gestão a partir da cúpula da administração. Priorizaram dois aspectos do monitoramento: o papel de membros externos do Conselho de Administração e a existência de Comitês de Auditoria. Por meio de uma amostra de 1.271 empresas do Reino Unido, os autores verificaram que quão maior a proporção de membros externos do Conselho de Administração, menor a probabilidade de gestores praticaram o Gerenciamento de Resultados. Embora não tenha sido possível evidenciar que a presença de comitês de auditoria influencia o nível de Gerenciamento de Resultados, os achados dos autores sugerem que o exercício do papel de monitoramento de membros externos do conselho é mais pronunciado quando há a presença de comitês de auditoria.

Além do Comitê de Auditoria e Conselho de Administração, Xie, Davidson e Dadalt (2001) verificaram se também o comitê de executivos das empresas são capazes de prevenir o Gerenciamento de Resultados. Mediante amostra de 220 empresas obtidas a partir do índice S&P 500, os achados dos autores sugerem que quando o Conselho de Administração e Comitês de Auditoria tem componentes com experiência corporativa ou financeira, menor é a possibilidade das empresas envolverem-se com manipulação de resultados contábeis. Desta forma, a efetividade dos Conselhos de Administração e Comitês de Auditoria por meio da frequência de reuniões, representa um fator de restrição à prática discricionária da gestão em reportar resultados contábeis. Além disso, verificaram que maior proporção de componentes externos nos comitês executivos, exerce um efeito significativo sobre a mitigação da prática de gerenciamento de resultado.

Na mesma linha que Peasnell, Pope e Young (2000) e Xie, Davidson e Dadalt (2001), Chtourou, Bédard e Courteau (2001) aprofundaram a temática abordada por aqueles autores e investigaram o efeito de melhores práticas de governança envolvendo Conselho de Administração e Comitês de Auditoria, sobre o Gerenciamento de Resultados. Os resultados da pesquisa indicam que comitês de auditoria completamente independentes que realizam mais de duas reuniões por ano são mais prováveis de terem níveis mais baixos de Gerenciamento de Resultados. Adicionalmente, identificaram que características gerais do conselho de administração exercem influência significativa sobre a qualidade dos relatórios financeiros. Concluíram que as evidências da pesquisa apóiam a afirmação de que boas práticas de governança não só reduzem a possibilidade de reporte financeiro fraudulento como também reduzem a probabilidade de Gerenciamento de Resultados.

Motivado pelas constantes afirmações da SEC, NYSE e NASDAQ de que a prática de Gerenciamento de Resultados está associada a frágeis estruturas de Governança Corporativa, Klein (2006) também investigou se atributos de Comitês de Auditoria e Conselho de Administração estão relacionados a Gerenciamento de Resultados. A partir de uma amostra de 687 grandes empresas norte-americanas, o autor defende que empresas apresentam maior intensidade de Gerenciamento de Resultados quando o Comitê de Auditoria é composto por menos da maioria de

conselheiros independentes. Adicionalmente, apresentou evidências de que quando o CEO participa do comitê de remuneração a empresa apresenta maior intensidade de Gerenciamento de Resultados. Segundo o autor este resultado pode ser interpretado de duas maneiras: Um Conselho de Administração que permite que seu CEO participe do comitê de remuneração é “intimo” do CEO; um CEO que participa do comitê de compensação tem motivações para realizar manipulações em demonstrações financeiras e aumentar o seu pacote de remuneração.

A partir da idéia de que gestores ao tentar manter seus benefícios de controle usam o Gerenciamento de Resultados para ocultar o real desempenho da empresa, Leuz, Nanda e Wysochi (2002) examinaram a utilização desta prática em 31 países entre 1990 e 1999. Ao se basear nos estudos Shleifer e Vishny, 1997 e La Porta *et al.*, 2000, Leuz, Nanda e Wysochi (2002) identificaram a proteção de investidores como uma chave institucional para decisões da empresa.

Os resultados mostraram que o Gerenciamento de Resultados é negativamente associado ao direito de investidores e ao *enforcement* da Lei, ou seja, quão mais efetiva for a proteção de investidores e mais alinhada a isso estiver o *enforcement* da Lei, menos intensas são as evidências de Gerenciamento de Resultados. Os autores defenderam que estes resultados mantêm-se significativos mesmo após o controle da endogeneidade da proteção do investidor para diferenças em termos de desenvolvido econômico, estabilidade macroeconômica, composição de setores econômicos e características das firmas da amostra. Adicionalmente, evidenciaram que o Gerenciamento de Resultados está positivamente relacionado ao nível de benefícios privados adquiridos por *insiders*.

Desde o início dos anos 2000 já existiam trabalhos que se preocuparam em analisar a relevância da relação entre *accruals* anormais e variáveis de Governança Corporativa. Contudo, a pesquisa de Larcker *et al.*(2007) pode ser considerada a primeira a observar o efeito da Governança Corporativa, a partir um índice amplo, sobre o Gerenciamento de Resultados (BEKIRIS e DOUKAKIS, 2011). O interesse do trabalho consistiu em desenvolver medidas válidas e replicáveis de Governança Corporativa para a formação de constructos. Coletaram medidas individuais de governança a partir de diversos grupos genéricos tais como, características da

direção e Conselho de Administração, propriedade de ações por executivos, características sobre compensação de executivos, propriedade, estrutura de capital e dispositivos *anti-takeover*. Por meio da aplicação de análise de componentes principais e técnica de validação de constructos (alfa de Cronbach), encontraram 14 fatores característicos que agruparam 39 indicadores. Utilizando amostra final de 2.106 empresas norte-americanas nos anos de 2002 e 2003, os autores observaram a existência de relações mistas entre estes fatores de governança e os *accruals* discricionários, já que determinadas relações não apresentaram os sinais esperados nos coeficientes de regressão.

Shen e Chih (2007) investigaram por meio de métodos quantitativos mais específicos o efeito de atributos de Governança Corporativa sobre o Gerenciamento de Resultados. No modelo econométrico estabelecido, utilizaram como variáveis dependentes 3 *proxies* de Gerenciamento de Resultados e como variável independente um índice amplo de Governança Corporativa obtido a partir dos dados do *Credit Lyonnais Security Asis* (CLSA). Este índice é composto por 56 atributos de governança divididos em 7 constructos: transparência no reporte de informações ao público, mecanismo de disciplina de gestores, independência do Conselho de Administração, prestação de contas (*accountability*), evidência de tomada de providências em casos de má gestão, tratamento de acionistas minoritários e consciência social. Adicionalmente, utilizaram diversos índices contábeis e outras características de governança como variáveis de controle. A pesquisa considerou nove países emergentes asiáticos e concluiu que companhias com estruturas de governança mais frágeis são mais propensas a conviver com Gerenciamento de Resultados contábeis.

Diante da premissa de que gestores podem exercer discricionariedade a partir dos princípios contábeis, Bowen, Rajgopal e Venkatachalam (2008) seguiram vertente semelhante à de Shen e Chih em descrever a associação entre Governança Corporativa e Gerenciamento de Resultados contábeis. Em particular, investigaram se gestores estariam interessados em tirar proveito próprio de estruturas mais frágeis de Governança Corporativa. A forma funcional utilizada para analisar esta relação considerou como fator explicativo do Gerenciamento de Resultados o índice de Governança Corporativa proposto por Gromper, Ishii e

Metrick (2003). Também utilizaram diversas variáveis contábeis e de Governança Corporativa como variáveis de controle para uma extensa amostra de 3.154 empresas norte-americanas concentrada no período de 1992 a 1995. A conclusão da pesquisa foi de que governança corporativa não representa um determinante para o Gerenciamento de Resultados. Levando-se em conta que atributos relevantes de governança ficaram de fora do *score* utilizado, pode-se argumentar que o instrumento poderia estar viesado e, portanto ser inconsistente para investigar a relação proposta.

Pesquisa que também buscou explicar e descrever a capacidade explicativa da Governança Corporativa para o Gerenciamento de Resultados e qualidade do lucro reportado ao público foi feita por Jiang, Lee e Anandarajan (2008). Ainda que existam divergências nos resultados, diversas investigações evidenciam associação entre Governança Corporativa e qualidade do lucro contábil e a pesquisa destes autores demonstrou resultado consistente desta relação. Diferente de Bowen, Rajgopal e Venkatachalam (2008), utilizaram o índice amplo de Governança Corporativa proposto por Brown e Caylor (2006) que leva em conta atributos que são omitidos pelo índice de Gromper, Ishii e Metrick (2003). Este índice é composto por 51 atributos externos e internos de governança divididos em 8 constructos e portanto de escopo mais amplo. Utilizaram uma extensa amostra de 4.311 empresas norte-americanas no período de 2002 a 2004. Como modelo econométrico, os autores consideraram como variável dependente os *accruals* discricionários medidos pelo modelo Jones modificado (1991) e um vetor de variáveis independentes que incluiu o índice de Brown e Caylor (2006) e diversas variáveis de governança como variáveis independentes. As evidências da pesquisa foram consistentes com as premissas da pesquisa e constataram relação inversa entre o índice amplo de governança e o Gerenciamento de Resultados.

Levando em conta exclusivamente o contexto de empresas listadas na bolsa de Taiwan, Chen, Elder e Hsieh (2007) verificaram a associação entre índices de Governança Corporativa e Gerenciamento de Resultados. Utilizando uma amostra de 2.024 empresas, verificaram que a independência de conselheiros, a presença de diretores com *expertise* em finanças exercem efeito negativo sobre a incidência de Gerenciamento de Resultados.

Shah, Butt e Hasan (2009) analisaram a relação entre Gerenciamento de Resultados e Governança Corporativa utilizando para esta, a aproximação proposta por Klappler e Love (2002) que considera atributos do Conselho de Administração, estrutura de propriedade e independência do Comitê de Auditoria. A amostra da pesquisa contou com 53 empresas paquistanesas e o período pesquisado foi o ano de 2006. Ao contrário de premissas teóricas e de resultados de pesquisas com esta temática, encontraram uma relação positiva entre as duas variáveis. Os autores argumentam que uma das explicações pode ser a fase de transição pelas quais empresas paquistanesas estão passando após a promulgação do código de práticas de Governança Corporativa desde o ano de 2002.

A investigação mais recente com vistas a explicar o comportamento dos *accruals* anormais a partir de índices amplos de Governança Corporativa foi desenvolvida por Bekiris e Doukakis (2011). Estes autores levaram em conta empresas gregas, italianas e espanholas. Ao total foram 457 empresas na amostra, cuja justificativa para a escolha de companhias destas localidades foi a semelhança em termos concentração de propriedade evidenciada por La Porta *et al.*, (1999). Como *proxy* de Governança Corporativa, utilizaram um índice amplo apoiado por diversos estudos anteriores e composto por 55 atributos de Governança Corporativa. Sob o ponto de vista econométrico, o trabalho de Bekiris e Doukakis (2011) manteve o intuito dos trabalhos anteriores ao considerar os *accruals* discricionários como variável dependente do índice amplo de Governança Corporativa adicionada de variáveis de controle tais como, desempenho medido pelo retorno sobre os ativos, alavancagem, tamanho das empresas e o índice *market-to-book*. Além da contribuição do trabalho como um todo cujas evidências são de associação estatisticamente significativa e negativa entre as variáveis, os autores subdividiram a amostra em empresas alta, média e baixa capitalização de mercado. A relação significativa ao nível de 5% manteve-se para o grupo de empresas de alta capitalização o que enfatiza a importância de atributos de governança para a mitigação o Gerenciamento de Resultados.

Com o objetivo de consolidar os principais resultados de pesquisas internacionais que relacionaram Gerenciamento de Resultados à Governança Corporativa por meio de índices amplos, é apresentado o Quadro 6:

Autores	Ano	País de origem	Tipo de Análise	Relação encontrada
Larcker <i>et al.</i>	2007	Estados Unidos	Multivariada	Negativa e significativa
Shen e Chih	2007	China	Multivariada	Negativa e significativa
Chen, Elder e Hsieh	2007	Taiwan e Estados Unidos	Multivariada	Negativa e Significativa
Bowen, Rajgopal e Venkatachalam	2008	Estados Unidos	Multivariada	Negativa e significativa
Jiang, Lee e Anandarajan	2008	Estados Unidos	Multivariada	Negativa e significativa
Shah, Butt e Hasan	2008	Paquistão	Univariada	Positiva e Significativa
Bekiris e Doukakis	2011	Grécia e Suíça	Multivariada	Negativa e Significativa

Quadro 6: Estudos anteriores sobre Gerenciamento de Resultados e Governança Corporativa

A maioria das pesquisas internacionais que exploraram a relação Gerenciamento de Resultados e Governança Corporativa evidenciou que atributos de governança podem exercer efeito benéfico na direção de mitigação da prática discricionária de gestores sobre as informações contábeis. Deste modo, há evidências de que a qualidade de governança pode ser um fator explicativo para diminuir a propensão da empresa em gerenciar resultados e aumentar a qualidade da informação contábil disponibilizada ao usuário da informação.

2.5.5 Gerenciamento de Resultados de resultados e Governança Corporativa: Evidências Nacionais

Cardoso *et al.* (2006) investigaram a relação entre *accruals* discricionários, como *proxies* de Gerenciamento de Resultados, liquidez e Governança Corporativa. O objetivo foi verificar se a intensidade dos *accruals* discricionários é diferente para

empresas cujo nível de Governança Corporativa é certificado pela BM&FBOVESPA. O problema de pesquisa foi verificar se práticas de Governança Corporativa poderiam inibir práticas de Gerenciamento de Resultados. O período de análise foi 1997 a 2004 com o total de 1.791 observações. O modelo econométrico utilizado para mensuração das *accruals* discricionários foi o modelo Jones (1991). O trabalho constatou que não há diferença estatisticamente significativa da intensidade de *accruals* discricionários entre empresas listadas em níveis diferenciados de Governança Corporativa e aquelas que não são.

Por meio de premissas semelhantes ao da pesquisa anterior, Ramos e Martinez (2006) discutiram a relação entre a prática de Gerenciamento de Resultados e Conselho de Administração, conselho fiscal e auditoria. O modelo econométrico utilizado para estimar as *accruals* discricionários foi o modelo de Jones (1991). O estudo verificou que empresas sem classificação de Governança Corporativa convivem com *accruals* discricionários em termos absolutos mais altos que os demais níveis.

Buscando evidências de que práticas de governança podem minimizar a prática de Gerenciamento de Resultados, Martinez (2008) devolveu as seguintes hipóteses: a) quão maior for a aderência do Conselho de Administração a práticas de Governança Corporativa, menor será a propensão para o Gerenciamento de Resultados. Esta hipótese fundamenta-se na idéia de que acionistas delegam aos conselhos de administração o direito de tomar decisões e nesta relação contratual podem surgir problemas de agência. b) quão mais independente for a firma de auditoria, menor será a propensão para que esta tolere o gerenciamento de resultados. Esta hipótese justifica-se pela premissa de que eventuais problemas detectados em demonstrações financeiras poderão ser contestados com mais independência por uma grande firma de auditoria do que por uma pequena firma. O modelo utilizado para estimar a *proxy* empírica para o Gerenciamento de Resultados foi o modelo KS (1995).

As conclusões obtidas a respeito do Conselho de Administração são de que quão maior a quantidade de membros do conselho e quanto maior o grau de dedicação, menor é a propensão a prática de GR. No estudo verificou-se que firmas

auditadas por *Big4*² apresentam menores níveis de *accruals* discricionários do que firmas nacionais de auditoria.

Martinez (2009) verificou indícios de Gerenciamento de Resultados por escolhas contábeis e por decisões operacionais investigando empresas listadas no Novo Mercado e auditadas por *Big4*. O objetivo do trabalho foi investigar se estas gerenciam menos os resultados por escolhas contábeis do que por decisões operacionais. Para a verificação da hipótese de menor propensão a gerenciar resultados de empresas que participam do Novo Mercado, foi utilizado o modelo desenvolvido por Anderson, Banker e Janakiraman (2005). Já para verificação da hipótese relacionada a haver menor propensão a gerenciar resultados naquelas empresas que são auditadas por *Big4* foi utilizado o modelo KS. Tanto a análise univariada quanto multivariada indicaram que o Novo Mercado e a Auditoria por *Big4* podem assegurar menor propensão ao Gerenciamento de Resultados por escolhas contábeis.

Pesquisas contemporâneas já associavam a prática do Gerenciamento de Resultados a decisões de natureza contábil e operacional (MCNICHOLS, 2000; MARTINEZ, 2001). Adicionalmente, uma das práticas consideradas comuns de Gerenciamento de Resultados observadas na literatura é o alisamento de lucros. Este é apresentado na forma de uma suavização intencional de resultados contábeis com objetivo final de diminuir a variabilidade do lucro e, portanto influenciar a percepção de risco do usuário da informação contábil.

Estudos evidenciam que no Brasil a estrutura de propriedade das empresas é concentrada (SILVEIRA, 2004). Neste contexto, Torres *et al.* (2009) analisaram a relação entre o alisamento de lucros e estrutura de propriedade e controle de empresas brasileiras. Verificaram também a associação entre a prática de alisamento de lucros aos níveis de classificação de Governança Corporativa de empresas listadas pela BM&FBOVESPA e a origem do capital. O modelo utilizado para mensurar o alisamento dos resultados foi o proposto por Eckel (1981) obtido

² Termo utilizado para representar as empresas de auditoria externa PricewaterhouseCoopers, Delloite, Ernst & Young e KPMG.

por meio da razão do coeficiente de variação do lucro anual e do coeficiente de variação da receita líquida anual.

Para análise da relação entre o alisamento de lucros, estrutura de propriedade e controle, nível de Governança Corporativa e origem do capital, utilizaram uma amostra de 266 empresas listadas pela BOVESPA. O período de análise foi 1998 a 2007. Sobre os níveis de Governança Corporativa, constatou-se que o efeito da estrutura de propriedade e controle sobre o alisamento de lucros é menor quando a empresa possui maior nível de Governança Corporativa.

O resgate de pesquisas realizado permite observar que, diferente de pesquisas estrangeiras, as pesquisas nacionais não utilizam índices amplos de Governança Corporativa para associá-la a Gerenciamento de Resultados. Em pesquisas nacionais as *proxies* de governança utilizadas restringem-se a classificações de empresas listadas em níveis diferenciados (Novo Mercado, Nível 1, Nível 2, por exemplo) ou a análise de características estruturais de governança (atuação do Conselho de Administração, estrutura de propriedade, origem do capital, por exemplo). Assim, pode-se sugerir o estudo da relação Gerenciamento de Resultados e índices amplos de Governança Corporativa como uma temática a ser desenvolvida no Brasil.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para atender os objetivos propostos, essa seção apresenta o percurso metodológico utilizado para examinar a associação entre Gerenciamento de Resultados Contábeis e Governança Corporativa em empresas brasileiras. Apresentam-se as tipologias da pesquisa, o método de mensuração de qualidade de Governança Corporativa, o método de estimação da *proxy* de gerenciamento de resultados e as técnicas estatísticas utilizadas para exame das hipóteses de pesquisa.

3.1 Tipologia do estudo

No campo das ciências sociais aplicadas existem diversas classificações de tipologias metodológicas para a pesquisa científica. Nesta etapa, o trabalho será classificado quanto à sua abordagem metodológica, tipologia quanto a objetivos, quanto ao procedimento de pesquisa e categorização do planejamento de pesquisa.

3.1.1 Abordagem metodológica

As abordagens metodológicas mais comuns são: empírico-positivistas, fenomenológica e crítico-dialético (MARTINS e THEÓPHILO, 2009). Pesquisas de abordagem empírico-positivistas estudam os fatos buscando estabelecer relações entre eles mediante o controle e sistematização de dados empíricos. Caracterizam-se por explicar e descrever os fenômenos. A considerar que este estudo busca examinar a relação entre Governança Corporativa e Gerenciamento de Resultados em companhias brasileiras abertas por meio da análise de dados gerados por uma amostra de empresas, trata-se de um estudo empírico-positivista.

Ao abordar Governança Corporativa e Gerenciamento de Resultados, esta pesquisa desenvolve hipóteses para examinar as relações propostas. Soares (2003) defende que pesquisas devem ser iniciadas com a formulação de um problema capaz de descrever uma dificuldade teórica ou prática em que se busca uma solução. Diante disto, trata-se de um estudo que utiliza o método hipotético-dedutivo que segundo o mesmo autor consiste (2003, p.39):

na construção de conjecturas, as quais deveriam ser submetidas a testes, os mais diversos, à crítica intersubjetiva e ao controle mútuo pela discussão crítica, à publicidade crítica e ao confronto com os fatos, para ver quais as hipóteses que sobrevivem como mais aptas na luta pela vida, resistindo às tentativas de refutação e falseamento.

O mesmo autor adiciona que a utilização do método hipotético-dedutivo pode ser dividido em quatro etapas:

- a) definição do problema;
- b) estabelecimento de hipóteses;
- c) falseamento de hipóteses;
- d) comprovação ou não de hipóteses;

Para utilização do método hipotético-dedutivo nesta pesquisa, tornou-se necessária a realização de testes empíricos mediante utilização de métodos quantitativos. Estes testes examinam a relação entre as variáveis pesquisadas e apresentarão resultados para uma discussão crítica sobre a representação dos fatos em análise.

3.1.2 Tipologia quanto aos objetivos

Quanto aos objetivos, pesquisas na área de Economia e Contabilidade são geralmente divididas em exploratória, descritivas e explicativas (GIL, 1995). O Quadro 7 apresenta algumas das características que as diferenciam.

Tipologia	Características
Exploratório	Quando há pouco conhecimento sobre a temática abordada; Busca reunir mais conhecimento sobre determinado tema e incorporar características inéditas;
Descritivo	Estabelecer relações entre variáveis; Descrevem aspectos ou comportamentos de uma população analisada;
Explicativa	Identificar fatores que determinam ou contribuem para a ocorrência de fenômenos; Aprofundar o conhecimento da realidade;

Quadro 7 – Tipologias quanto a objetivos

Fonte: Adaptado Gil (1995) e Beuren (2009)

Observados individualmente ou de forma associada, as temáticas Gerenciamento de Resultados contábeis e Governança Corporativa já fazem parte

de pesquisas nacionais e internacionais que descrevem e explicam suas relações por meio de abordagens metodológicas específicas e servindo a propósitos diversos. O que se busca neste trabalho é investigar a associação entre GR e GC a partir de um modelo econométrico para mensuração da *proxy* de Gerenciamento de Resultados (KANG e SIRAVARAMAKRISHANAN, 1995) e um índice amplo de qualidade de GC apoiado em estudos anteriores (SILVA e LEAL, 2005; 2010; ALENCAR, 2007; ALMEIDA *et al.*). Diante disto, este trabalho pode então ser classificado como descritivo e explicativo.

3.1.3 Tipologia quanto aos procedimentos

Beuren (2009) argumenta que a definição da tipologia quanto aos procedimentos está associada à maneira como se obtêm os dados. As tipologias mais comuns são: estudo de caso, pesquisas de levantamento, pesquisa bibliográfica, pesquisa documental, pesquisa participante e pesquisa experimental. As fontes desta pesquisa para atendimento das informações necessárias para a construção do Índice Geral de Governança Corporativa (IGGC) e mensuração da *proxy* de Gerenciamento de Resultados (*accruals* discricionários) estão descritos no Quadro 8:

Variáveis	Fontes
Índice Geral de Governança Corporativa	<p>Ano de 2008: sistema de Divulgação Externa (DIVEXT) que permite a consulta das informações que as empresas de capital aberto enviam a BM&FBOVESPA e Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Este sistema está disponível no <i>website</i> www.cvm.gov.br/port/CiasAbertas/download_divext.asp.</p> <p>Ano de 2009: Formulário de referência em arquivo que permite a consulta das informações que empresas de capital aberto enviam a BOVESPA e CVM. Informações individuais das empresas da amostra disponíveis no <i>website</i> http://www.cvm.gov.br/.</p> <p>Ano de 2010: Programa EmpresasNet da CVM criado. Disponível no <i>website</i> http://www.cvm.gov.br/port/suporte/empresasnet.asp.</p>
<i>Accruals</i> Discricionários	Informações contábeis das companhias que formam a amostra foram coletadas no banco de dados Economática®.

Quadro 8: Fontes dos dados

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e Economática®.

Tanto no sistema DIVEXT quanto no Formulário de referência em arquivo e no programa EmpresaNet, também, são disponibilizadas informações sobre dados contábeis necessários para mensuração dos *accruals* discricionários. Todavia, para medir esta variável, o banco de dados Economática® permite a montagem da base de dados sem a necessidade de digitação das informações contábeis, o que tende a aumentar a confiabilidade da organização dos dados que foram utilizados para realização dos cálculos estatísticos da pesquisa. Diante disto, trata-se de um estudo documental porque se baseia em materiais para os quais não foi dado tratamento analítico das fontes para organizá-los de acordo com os objetivos definidos pela pesquisa (BEUREN, 2009).

3.1.4 Categorização quanto ao planejamento de pesquisa

O Quadro 9 apresenta categorias gerais para planejamento da pesquisa. Em seguida, é feita a categorização específica da presente pesquisa com o objetivo de complementar as classificações feitas anteriormente.

Categoria	Opções
Grau em que as questões de pesquisa foram cristalizadas	<ul style="list-style-type: none"> • Estudo exploratório • Estudo formal
O método de coleta de dados	<ul style="list-style-type: none"> • Monitoramento • Interrogação/Comunicação
O poder do pesquisador de produzir efeitos nas variáveis que estão sendo estudadas	<ul style="list-style-type: none"> • Experimental • Ex post facto
A dimensão do tempo	<ul style="list-style-type: none"> • Transversal • Longitudinal
Amplitude e profundidade do estudo	<ul style="list-style-type: none"> • Caso • Estudo estatístico

Quadro 9 – Planejamento de pesquisa

Fonte: Adaptado Cooper e Schindler (2003)

Cooper e Schindler (2003) argumentam que a diferença essencial de um estudo exploratório, cuja definição consta no item 3.1.2, e um estudo formal, é que este último inicia com uma questão de pesquisa ou hipóteses que envolvem

procedimentos precisos e especificação de fontes de dados. No item 3.7 consta a hipótese de pesquisa deste trabalho constituindo-o em um trabalho formal.

Métodos de coleta de dados de monitoramento e interrogação/comunicação utilizam a inspeção direta de atividades e coleta de reposta por meios específicos, respectivamente. Por interrogação/comunicação, os meios de coleta de dados são geralmente entrevistas, instrumentos auto-administrados ou instrumentos apresentados antes e/ou depois de um tratamento. Para a coleta de informações contábeis para medir a *proxy* de Gerenciamento de Resultados (*Accruals* discricionários) foram utilizadas as funcionalidades disponíveis no banco de dados Economática®. A mensuração do Índice Geral de Governança Corporativa (IGGC) de cada empresa foi realizada por meio de respostas às perguntas que compõe o índice amplo cujas fontes estão descritas no Quadro 8. Assim, o método a ser aplicado para a coleta de dados será interrogação/comunicação. Nesta direção, Cooper e Schindler (2003) definem que a informação necessária para a realização da pesquisa está disponível nos níveis primário e secundário, em que a primeira representa dados brutos e ainda não tratados por algum método, e a segunda indica uma fonte já tratada.

Investigar a relação entre Gerenciamento de Resultados e Governança Corporativa das companhias selecionadas trata-se de um estudo em que não há o controle das variáveis de pesquisa e os resultados alcançados deverão relatar o que aconteceu. Dada destas características, este estudo trata-se uma pesquisa *ex post facto* (COOPER E SCHINDLER, 2003).

A mensuração da *proxy* de Gerenciamento de Resultados das companhias foi realizada no período de 3 anos consecutivos (2008 a 2010) para cada companhia da amostra. Deve-se observar que esta mensuração mediante a utilização do modelo KS (1995) envolve a aplicação da metodologia de variáveis instrumentais. Isto indica, que para a construção dos variáveis *instrumentadas*, deve-se dispor de pelo menos 3 anos a mais que o período de análise (MARTINEZ, 2008), neste caso 2005, 2006 e 2007. O Índice Geral de Governança Corporativa foi medido nos anos de 2008, 2009 e 2010. A amostra de empresas é analisada no intervalo de 3 anos e portanto é considerada tanto a dimensão temporal (serie de 3 anos) quanto a

dimensão transversal (empresas que compõe a amostra). Diante disto, os dados da amostra caracterizam-se como um *painel*, pois possuem tanto uma dimensão espacial quanto temporal (GUJARATI, 2004).

Quanto à amplitude e profundidade, trata-se de um estudo estatístico cuja hipótese é testada quantitativamente e se buscará fazer inferências sobre a população baseando-se em características da amostra.

3.2 Teorias de base

Este estudo tem como embasamento teórico a Teoria da Firma (JENSEN e MECKLING, 1976); Problemas de Agência e Teoria da Firma (FAMA, 1980); e Separação de Propriedade e Controle (FAMA; JENSEN, 1983). Adicionalmente, apóia-se em estudos empíricos contemporâneos nacionais e internacionais sobre Governança Corporativa e Gerenciamento de Resultados.

3.3 Modelo econométrico para mensuração dos *accruals* discricionários

No presente trabalho a variável dependente de pesquisa é uma *proxy* (ou seja, um equivalente) de Gerenciamento de Resultados contábeis. Esta variável é medida por meio da utilização do modelo econométrico de Kang e Sivaramakrishnan (1995) denominado modelo KS (1995) e consiste no componente de erro (ϵ) da regressão resultante da aplicação deste modelo.

O delineamento do modelo parte do pressuposto de que os *accruals* totais representam a diferença absoluta entre o lucro líquido e o fluxo de caixa da companhia. Os *accruals* são divididos em correntes e não-correntes: i) *Accruals* correntes são contas de resultado que têm contrapartida no ativo e ou no passivo circulante; e ii) *accruals* não-correntes não possuem contrapartida no Balanço Patrimonial. Um dos objetivos do modelo KS é mostrar as equações que indicam o Gerenciamento de Resultados associado às contas de recebíveis, estoques, despesas de outros períodos presentes no Balanço Patrimonial e contas de despesas da Demonstração de Resultado do Exercício. *Accruals* por definição são divididas em discricionários e não discricionários onde a primeira representa a *proxy*

de intervenção gerencial e, portanto do Gerenciamento de Resultados (MARTINEZ, 2001).

3.3.1 O regime de competência da contabilidade

Diversas características do regime contábil de competência motivam o procedimento de estimação do modelo de mensuração dos *accruals* discricionários (KANG E SIVARAMAKRISHNAN, 1995). Um exemplo são as receitas decorrentes da venda a prazo que afetam a Demonstração do Resultado do Exercício (por meio da receita) e Balanço Patrimonial por meio dos recebíveis. O recebimento subsequente afeta duas contas patrimoniais (recebíveis e caixa). A equação 1 aponta os componentes da receita de vendas:

$$REV_t = REV_t^* + DA_t^S \quad (1)$$

Em que:

REV_t representa a Receita Líquida do período.

REV_t^* indica o componente da Receita do período que não é gerenciável.

DA_t^S aponta os *accruals* discricionários do período, associados à Receita Líquida.

Como resultado, ao final do balanço os recebíveis reportados serão excedidos por DA_t^S conforme equação 2:

$$AR_t = AR_t^* + DA_t^S \quad (2)$$

Estas relações são generalizadas para os *accruals* relacionados ao custo dos produtos vendidos e despesas de outros períodos as quais o modelo denomina de *Accruals* do Balanço (AB) demonstradas na equação 3:

$$\begin{aligned} AB_t &= AR_t + INV_t + OCA_t - (CL_t + DEP_t) \quad (3) \\ &= AR_t^* + INV_t^* + OCA_t^* - (CL_t^* + DEP_t^*) + DA_t^S + DA_t^e + DA_t^d \\ &= AB_t^* + DA_t \end{aligned}$$

Em que:

AB_t são os *accruals* totais do balanço.

AB_t^* representa os *accruals* não gerenciáveis do balanço.

INV_t^* indicam a parte do estoque que não é gerenciável.

OCA_t^* aponta as despesas antecipadas não gerenciáveis.

CL_t^* é a parte não gerenciável do passivo circulante.

DA_t indicam o total de *accruals* discricionários do período.

DA_t^s, DA_t^e, DA_t^d são os *accruals* discricionários associadas as vendas, despesas e depreciação, respectivamente.

AR_t representa contas a receber de clientes.

DEP_t representa as despesas com depreciação.

3.3.2 O modelo econométrico KS (1995)

A discussão anterior focaliza a ocorrência de *accruals* discricionários (*proxy* de Gerenciamento de Resultados) como sendo parte do balanço contábil. A partir disso assume-se que na ausência de Gerenciamento de Resultados o giro dos recebíveis em relação à receita de vendas na forma de índice é dado pela equação 4:

$$\frac{AR_t^*}{REV_t^*} = \phi_1 \left[\frac{AR_{t-1}^*}{REV_{t-1}^*} \right] + v_t \quad (4)$$

Desenvolvendo a equação 4, tem-se:

$$AR_t^* = \phi_1 \left[\frac{AR_{t-1}^*}{REV_{t-1}^*} \right] REV_t^* + v_t REV_t^*$$

$$AR_t^* = \phi_1 \left[\frac{AR_{t-1}^*}{REV_{t-1}^*} \right] REV_t^* + \varphi_t$$

Em que φ_t é $v_t REV_t^*$.

Da mesma forma, os *accruals* relacionadas às despesas podem ser expressos pela equação 5:

$$APB_t^* = \phi_2 \left[\frac{APB_{t-1}^*}{EXP_{t-1}^*} \right] EXP_t^* + \omega_t \quad (5)$$

Em que APB_t^* indica a soma das contas do balanço relacionadas às despesas ($APB_t^* = INV_t^* + OCA_t^* - CL_t^*$). E por fim considera-se que as despesas não gerenciáveis de depreciação (DEP_t^*) é dada pela equação 6:

$$DEP_t^* = \phi_3 \left[\frac{DEP_{t-1}^*}{GPPE_{t-1}^*} \right] GPPE_t^* + \xi_t \quad (6)$$

$GPPE_t^*$ é o termo que indica a propriedade física total da empresa em plantel de produção, máquinas, equipamentos e outros investimentos. Adicionando os

termos das equações 4, 5 e 6, e incorporando-as ao princípio descrito pela equação 3 obtém a equação de regressão (7) para o teste de Gerenciamento de Resultados.

$$\begin{aligned} AB_t &= AB_t^* + DA_t \\ &= AR_t^* + ABP_t^* + DEP_t^* + DA_t \\ &= \phi_0 + \phi_1[\delta_1 REV_t^*] + \phi_2[\delta_2 EXP_t^*] + \phi_3[\delta_3 GPPE_t^*] + \beta PART_t + v_t \quad (7) \end{aligned}$$

Em que $PART_t$ é uma variável de partição capaz de capturar fatores que podem motivar o Gerenciamento de Resultados podendo ser uma variável *dummy* indicando setores econômicos ou períodos (anos) de análise

Adicionalmente:

$$\begin{aligned} v_t &= \varphi_t + \omega_t + \xi_t; \\ \delta_1 &= \frac{AR_{t-1}^*}{REV_{t-1}^*}, \delta_2 = \frac{ABP_{t-1}^*}{EXP_{t-1}^*}, \delta_3 = \frac{DEP_{t-1}^*}{GPPE_{t-1}^*} \end{aligned}$$

Kang e Sivaramakrishnan observaram um aspecto relevante que deve ser considerado na análise de regressão de modelos que buscam estimar os *accruals* discricionários. Segundo os autores:

(...) em especial pelo fato da equação 7 usar números contábeis, os erros de MQO (Mínimos Quadrados Ordinários) nesta equação estarão correlacionados aos regressores (coeficientes da regressão) se os resultados forem gerenciados levando a estimação de parâmetros tendenciosos e inconsistentes. (KANG e SIVARAMAKRISHNAN, 1995, p. 358, tradução própria)

Estudos nacionais (MARTINEZ, 2001) e internacionais (THOMAS; ZHANG, 2000) defendem que o modelo KS (1995) representa um avanço em relação a outras metodologias empíricas para detecção de Gerenciamento de Resultados, quais sejam: i) Modelo de Healy (1985); ii) Modelo de DeAngelo (1986); iii) Modelo de Jones (1991); e iv) Modelo Modificado de Jones (1995)

Sobre este último, destacam-se como principais problemas do modelo, os quais foram revisados pelo modelo KS (1995):

- a) **Erros nas variáveis:** existem itens contábeis que estão expostos a manipulação e não são considerados no modelo de Jones.

- b) **Variáveis omitidas:** o modelo de Jones não controla variações em despesas operacionais.
- c) **Simultaneidade:** as variáveis explicativas e a variável dependente são conjuntamente determinadas, isso provoca problemas de autocorrelação, viesando os resultados da regressão³.

3.3.3 Modelo KS (1995) aplicado ao contexto de empresas brasileiras

No Brasil, o primeiro estudo sobre a temática Gerenciamento de Resultados contábeis com aplicação do modelo KS (1995) foi realizado por Martinez (2001). Neste estudo as variáveis utilizadas foram adaptadas às contas de resultados e contas patrimoniais do modelo contábil brasileiro. A seguir são detalhadas as variáveis do modelo KS (1995) e as contas equivalentes ao ambiente brasileiro para estimação dos regressores utilizados para estimar a *proxy* de Gerenciamento de Resultados desta pesquisa.

3.3.3.1 *Accruals* Totais

A variável equivalente aos *Accruals* Totais (AT) no modelo KS é AB (*Accrual Balance*). Esta variável indica a seguinte igualdade:

$$AT_{it} = AND_{it} + AD_{it} \quad (8)$$

Em que:

AND_{it} são os *accruals* não discricionários da empresa i no período t ;

AD_{it} representam os *accruals* discricionários da empresa i no período t ;

A variável AT_{it} é mensurada pela seguinte relação:

³ Deve-se ressaltar que erros nas variáveis, variáveis omitidas e simultaneidade não são problemas específicos do modelo de estimação de *accruals* discricionários. Estes problemas são gerados em qualquer aplicação econométrica com a presença de correlação entre o erro do modelo de regressão e as variáveis que compõe o vetor de variáveis independentes. Quando este princípio é violado, os estimadores gerados pelo modelo de regressão são inconsistentes e viesados gerando a necessidade de novo método de estimação. Uma alternativa para esta estimação de regressores não viesados é o Método de Variáveis Instrumentais (VI) (WOOLDRIDGE, 2006)

$$AT_{it} = \Delta(\text{Ativo circulante} - \text{disponibilidades}) - \Delta(\text{passivo circulante} - \text{financiamentos de curto prazo} - \text{impostos a pagar}) - \text{Depreciação} \quad (9)$$

O resultado do valor de AT para cada empresa em cada ano é escalado pelo valor do ativo total do período t.

3.3.3.2 *Accruals* não discricionários

Nos *accruals* não discricionários (AND) está o vetor de variáveis independentes do modelo KS. Nele estão as variáveis potencialmente capazes de explicar a variação nos *accruals* totais: receitas, despesas e ativo imobilizado. A seguir é apresentada a metodologia de cálculo destas três variáveis e dos seus indicadores respectivos (δ_1, δ_2 e δ_3).

3.3.3.2.1 Receitas

No modelo KS (1995), as receitas são representadas por *Revenues*. Indicam as receitas de cada empresa excluída dos impostos incidentes sobre o faturamento. O valor das receitas líquidas é escalado pelo valor dos ativos totais de cada companhia no período t. Remetendo-se à equação 4 do modelo KS, observa-se a presença do parâmetro δ_1 que identifica o indicador associado à receita dado pela relação entre contas a receber da empresa no período t-1 e a receita líquida também no período t-1. Na adaptação ao modelo contábil brasileiro a variável Receita é representada pela seguinte relação: $\phi_1 \delta_1 Rec_{it}$.

3.3.3.2.2 Despesas

Já as despesas, no Modelo KS (1995), são representadas por *Expenses*. Adaptado ao modelo brasileiro indica a soma dos custos e despesas operacionais antes da depreciação e amortização. Retornando a equação 5, observa-se a presença do parâmetro δ_2 que identifica o indicador associado às despesas. Este indicador é medido pela razão da diferença entre o capital de giro líquido e contas a receber no período t-1, e o total de despesas do período t-1. Na adaptação ao

modelo contábil brasileiro a variável Despesa é representada pela seguinte relação: $\phi_2 \delta_2 Desp_{it}$.

3.3.3.2.3 Ativo imobilizado

No modelo KS (1995) é representado pela variável GPPE (Gross, Property, Plants and Equipment). Adaptado ao modelo brasileiro o conceito que mais se aproxima é o de ativo permanente. No modelo adaptado por Martinez (2001; 2008), o ativo permanente foi utilizado como *proxy* da variável GPPE. Considerando as modificações trazidas pela Lei 11.638/07 que criou o grupo não circulante no ativo, foi considerada como *proxy* de GPPE nos de 2008, 2009 e 2010 o ativo não circulante excluído do ativo realizável a longo prazo. Retornando a equação 6, observa-se a presença do parâmetro δ_3 que identifica o indicador associado ao ativo imobilizado. Este indicador é medido pela razão das despesas com depreciação e amortização no período t-1, e o ativo não circulante do período t-1 (excluído do ativo realizável a longo prazo). Na adaptação ao modelo contábil brasileiro a variável Receita é representada pela seguinte relação: $\phi_3 \delta_3 At.Imob_{it}$.

Diante das adaptações efetuadas, a relação que identifica o modelo KS (1995) adequado ao modelo contábil brasileiro é:

$$AT_{it} = \phi_0 + \phi_1[\delta_1 Rec_{it}] + \phi_2[\delta_2 Desp_{it}] + \phi_3[\delta_3 At.Imob_{it}] + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

Em que os parâmetros ϕ_1 , ϕ_2 e ϕ_3 representam os regressores a serem estimados pelo modelo de regressão linear múltipla.

3.3.3.3 Accruals discricionários

Para medir os *accruals* discricionários é necessário que se utilize uma *proxy* de Gerenciamento de Resultados. Neste trabalho, optou-se por mensurar esta *proxy* por meio do modelo KS (1995). Observa-se que já foram definidas as metodologias de cálculo dos *accruals* totais e *accruals* não discricionários (equação 8). Assim, é possível encontrar a igualdade para os *accruals* discricionários conforme equação 11:

$$AD_{it} = AT_{it} - AND_{it} \quad (11)$$

Diante desta relação, pode-se, indiretamente, observar que os *accruals* discricionários são:

$$AD_{it} = AT_{it} - \{\phi_0 + \phi_1[\delta_1 Rec_{it}] + \phi_2[\delta_2 Desp_{it}] + \phi_3[\delta_3 At.Imob_{it}]\} \quad (12)$$

Um olhar atento demonstrará que isolar a variável AD_{it} representa o mesmo que isolar o termo de erro (ε) da equação, daí a afirmação de que os erros da regressão representam uma *proxy* de Gerenciamento de Resultados. A equação 12 pode então ser reescrita da forma abaixo:

$$\varepsilon_{it} = AT_{it} - \{\phi_0 + \phi_1[\delta_1 Rec_{it}] + \phi_2[\delta_2 Desp_{it}] + \phi_3[\delta_3 At.Imob_{it}]\} \quad (13)$$

Considerando que a presente pesquisa analisará o período de 3 anos, a relação descrita na equação 13 indica que haverá um *erro* para cada empresa em cada ano os quais serão estimados adiante por meio do método de mínimos quadrados ordinários (MQO), variáveis *dummies* setoriais, *dummies* para os anos e por meio da implementação de variáveis instrumentais (VI).

3.4 Utilização de variáveis instrumentais

A equação 10 contém violação de um dos pressupostos do método dos mínimos quadrados ordinários (MQO). Essa violação ocorre quando as variáveis independentes são contemporaneamente correlacionadas com o termo de erro ε (ADKINS, 2011). É simbolizada por $Cov(X_i \varepsilon_i) = E(X_i \varepsilon_i) \neq 0$. O efeito deste problema é a estimação de coeficientes de regressão viesados e inconsistentes, o que para a aplicação do Modelo KS (1995) é inadequado já que o componente do modelo que representa o gerenciamento de resultados está na estimação dos erros (ε). A alternativa econométrica para solução deste problema está em localizar variáveis instrumentais (VI) para estimação dos coeficientes da regressão.

Uma VI, z_i , é uma variável correlacionada com x_i , mas não correlacionada com o termo de erro ε (GUJARATI, 2004). Ao contrário da utilização do modelo

MQO, por meio da utilização de variáveis instrumentais e aplicação de mínimos quadrados de dois estágios (M2QO), é possível estimar regressores consistentes.

O princípio para se localizar variáveis instrumentais está em identificar *proxies* para o vetor de variáveis explicativas (GREENE, 2003). Neste, sentido *proxies* são variáveis que embora estejam correlacionadas com as variáveis independentes, não estão correlacionadas com o termo de erro ε . Encontrar essas *proxies* indica a remoção da violação do pressuposto discutido acima.

Para localizar as VI para as variáveis de Receitas, Despesas e Ativo Imobilizado foram realizadas as defasagens conforme Quadro 10:

Variável	Forma apresentada na equação 10	Instrumento da variável
Receita	$\frac{\phi_1[\delta_1 Rec_{it}]}{Ativo_t}$ <p>Em que:</p> $\delta_1 = \frac{Contas\ a\ receber_{t-1}}{Receita_{t-1}}$	$\frac{\phi_1[\delta_1 Rec_{it}]}{Ativo_{t-1}}$ <p>Em que:</p> $\delta_1 = \frac{Contas\ a\ receber_{t-2}}{Receita_{t-2}}$
Despesas	$\frac{\phi_2[\delta_2 Desp_{it}]}{Ativo_t}$ <p>Em que:</p> $\delta_2 = \frac{Cap.\ de\ giro\ líquido_{t-1} - Contas\ a\ rece._{t-1}}{Receita_{t-1}}$	$\frac{\phi_2[\delta_2 Desp_{it}]}{Ativo_{t-1}}$ <p>Em que:</p> $\delta_2 = \frac{Cap.\ de\ giro\ líquido_{t-2} - Contas\ a\ rec._{t-2}}{Receita_{t-2}}$
Ativo Imobilizado	$\frac{\phi_3[\delta_3 At. Imob_{it}]}{Ativo_t}$ <p>Em que:</p> $\delta_3 = \frac{Depreciação_{t-1}}{At. Imob_{t-1}}$	$\frac{\phi_3[\delta_3 At. Imob_{it}]}{Ativo_t}$ <p>Em que:</p> $\delta_3 = \frac{Depreciação_{t-1}}{At. Imob_{t-1}}$

Quadro 10: descrição das variáveis instrumentais utilizadas.

Fonte: o autor.

Na coluna instrumento da variável do Quadro 10, Receita e Despesas do modelo KS (1995) foram defasadas em um período. No modelo demonstrado na seção 3.3.3.2 estas variáveis estavam deflacionadas pelo ativo total no período t . Para identificar a *proxy* destas duas variáveis, estas foram então defasadas pelo ativo total no período $t-1$. Sobre os indicadores δ_1 e δ_2 foi adotado o mesmo procedimento: ambos tiveram sua composição defasada em um período. Pode-se

verificar que não foram efetuadas alterações na variável ativo imobilizado, pois essa variável foi considerada preditora e instrumental simultaneamente, o que é aceito pela prática de mínimos quadrados de 2 estágios (ADKINS, 2011).

Na sequência, foi realizada a verificação de fraqueza (ou força) dos instrumentos por meio da aplicação da estatística teste de Cragg-Donald e sua justificativa conforme Tabela 1.

Variável	Forma apresentada na equação 10	Proxy da variável	Coefficientes da regressão
Receita	$\frac{\phi_1[\delta_1 Rec_{it}]}{Ativo_t}$	$\frac{\phi_1[\delta_1 Rec_{it}]}{Ativo_{t-1}}$	0,229548***
Despesas	$\frac{\phi_2[\delta_2 Desp_{it}]}{Ativo_t}$	$\frac{\phi_2[\delta_2 Desp_{it}]}{Ativo_{t-1}}$	0,271311***
Ativo Imobilizado	$\frac{\phi_3[\delta_3 At. Imob_{it}]}{Ativo_t}$	$\frac{\phi_3[\delta_3 At. Imob_{it}]}{Ativo_t}$	-1,30524***
Intercepto	ϕ_0	ϕ_0	-0,0172

Tabela 1: coeficientes da regressão do modelo KS (1995)

Fonte: o autor. *significativo em 10%. **significativo em 5%. ***significativo em 1%

A Tabela 1 demonstra que os coeficientes das variáveis do modelo apresentam-se significativos ao nível de 1% para explicar a variação nos *accruals* totais, exceto o intercepto. Ainda que significativos, não é possível afirmar somente a partir do resultado da significância que estes instrumentos podem ser considerados *proxies* adequadas. Para verificar a fraqueza (ou força) dos instrumentos deve ser aplicado o teste estatístico Cragg-Donald (ADKINS, 2011). A hipótese nula deste teste é de que os instrumentos verificados são fracos. Stock e Yoko (2005) desenvolveram uma tabela de valores críticos para instrumentos fracos⁴. Caso o valor da estatística teste exceda o valor crítico, rejeita-se a hipótese de fraqueza dos instrumentos em questão. Considerando que o resultado do teste estatístico Cragg-

⁴ No anexo 1 estão descritos os valores críticos para instrumentos fracos.

Donald foi de 220,471 e o valor crítico é 13,91, pode-se concluir que os instrumentos representam *proxies* adequadas das variáveis preditoras⁵.

Diante disto, os coeficientes de regressão utilizados para estimação dos *accruals* discricionários são os descritos na Tabela 1. Observando que nesta estimação será desconsiderado o intercepto já que este não foi estatisticamente significativo⁶.

3.5 Índice Geral de Governança Corporativa

Pesquisas nacionais utilizaram como *proxy* de Governança Corporativa os níveis de governança definidos pela BM&FBOVESPA (RAMOS e MARTINEZ, 2006; CARDOSO *et al.*,2006; TORRES *et al.*,2009). Estes estudos também relacionaram Governança Corporativa a Gerenciamento de Resultados ainda que com metodologias diferentes. No Quadro 11 estão relacionados os segmentos de listagem de Governança Corporativa. São também apresentados os mecanismos de governança que empresas se comprometem em implantar ao aderir voluntariamente aos níveis (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) o que permitirá uma comparação com o índice a ser utilizado neste trabalho.

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária
Vedação a disposições estatutárias a partir de 10/05/2011)	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e "cláusulas pétreas"	-

⁵ Para fins didáticos, no apêndice 1 consta um exemplo de utilização de mínimos quadrados de dois estágios com dados macroeconômicos. Trata-se de um exemplo utilizado por Gujarati (2005) na edição traduzida para português. Neste exemplo, diferente do exemplo apresentado no livro texto de Econometria Básica, é aplicada a estatística Cragg-Donald para testar a fraqueza do instrumento utilizado.

⁶ No Anexo 2 é apresentado o resultado integral da regressão utilizando mínimos quadrados de dois estágios (MQ2E). Software utilizado foi o GRELT (The GNU Regression, Econometric and Time-Series Library)

Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	-
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)
Obrigações do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia	-
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês	Traduzidas para o inglês	-
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório
Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN; 100% para ações ON e 80% para PN (até 09/05/2011)	80% para ações ON (conforme legislação)
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento	Conforme legislação
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo

Quadro 11: Níveis diferenciados de Governança Corporativa

Fonte: BM&FBOVESPA

Apesar dos níveis diferenciados de governança corporativa representarem um conjunto de mecanismos exigidos pelo segmento BOVESPA para cada segmento de listagem, optou-se por usar um índice amplo baseado nos estudos de Silva e Leal (2005) e Almeida *et al.* (2010). Adicionalmente, foi incluído a este índice amplo de governança um constructo de discussão e análise de dados financeiros proposto por Alencar (2007). O índice amplo de governança denominado de IGGC (Índice Geral de Governança Corporativa) é dividido em 5 constructos com 31 perguntas, cujas respostas podem ser “sim” ou “não”, sem ponderações. Ao aplicar o questionamento utilizando a base de dados Divext (2008), Formulário de

referência em arquivo (2009) e EmpresasNet (2010), a empresa recebe 1 se possui o atributo de governança e 0 se não o tem. A seguir são apresentados os constructos que compõem o IGGC.

3.5.1 Transparência

No constructo transparência, são reunidos 5 atributos de governança corporativa. Observando que individualmente, cada empresa nos três anos de análise (2008, 2009 e 2010) apresentará um índice de transparência. Desta forma, será possível comparar e ranquear as empresas da amostra a partir do resultado deste índice. O Quadro 12 apresenta sua composição:

ITEM	TRANSPARÊNCIA
P1.C1	A companhia prepara seus relatórios financeiros exigidos por lei dentro do prazo previsto?
P2.C1	A companhia utiliza métodos internacionais de contabilidade?
P3.C1	A companhia usa uma das principais empresas de auditoria globais?
P4.C0	A companhia apresenta no seu <i>website</i> ou no relatório de Informações Anuais disponibilizadas à CVM informações sobre remuneração do diretor geral e dos membros do conselho?
P5.C1	A empresa teve parecer de auditoria independente sem ressalva?

Quadro 12: Constructo Transparência do Índice Geral de Governança Corporativa

Fonte: adaptado de Leal e Silva (2005) e Almeida *et al.* (2010)

Segundo Lobo e Zhou (2006), tanto atributos de transparência quanto o gerenciamento de resultados estão sujeitos a discricionariedade do gestor. Diante disto, espera-se que empresas com maior nível de transparência, apresentem menores níveis de *accruals* discricionários.

3.5.2 Composição e funcionamento

O constructo seguinte é Composição e Funcionamento do Conselho de Administração que contém, também, 5 atributos de governança corporativa. Nele, são verificados atributos de dualidade, independência e composição do conselho de administração e presença de conselho fiscal permanente. Também, será possível comparar e ranquear as empresas da amostra a partir do resultado individual deste índice. O Quadro 13 detalha o constructo de composição e funcionamento.

ITEM	COMPOSIÇÃO E FUNCIONAMENTO DO CONSELHO
P6.C2	O presidente do conselho e o diretor geral da empresa são pessoas distintas?
P7.C2	O conselho é claramente composto por conselheiros externos e possivelmente independentes (não ligados aos controladores)?
P8.C2	O conselho possui entre 5 e 9 membros, conforme recomenda o IBGC?
P9.C2	Os membros do conselho possuem mandato de um ano, conforme recomenda o IBGC?
P10.C2	Há, na companhia, conselho fiscal permanente?

Quadro 13: Constructo Composição e Funcionamento do Índice Geral de Governança Corporativa

Fonte: adaptado de Leal e Silva (2005) e Almeida *et al.* (2010)

Espera-se que empresas com maior desempenho no constructo de composição e funcionamento do Conselho de Administração, apresentem menor propensão a gerenciar resultados.

3.5.3 Controle e Conduta

Os atributos que compõem o constructo Controle e Conduta estão relacionados a eventuais processos administrativos enfrentados pelas empresas ou, ainda, possíveis condenações imputadas pela Comissão de Valores Mobiliários⁷.

ITEM	CONTROLE E CONDUTA
P11.C3	A empresa não está sob investigação em curso ou tem qualquer tipo de condenação pela CVM no último ano?
P12.C3	A companhia não recebeu qualquer tipo de condenação pela CVM no último ano?
P13.C3	O grupo controlador, considerando o acordo de acionistas, possui menos de 50% das ações com direito a voto?
P14.C3	A porcentagem de ações sem direito a voto é menor que 20% do total do capital?
P15.C3	O controle da companhia é direto?
P16.C3	Não existem acordos de acionistas?
P17.C3	O índice de acionistas controladores de direitos de fluxos de caixa para direitos de voto é maior ou igual a 1?
P18.C3	O <i>free-float</i> da companhia é maior ou igual ao que é requerido pela bolsa de valores de São Paulo para o "Novo Mercado" (25%)?

Quadro 14: Constructo Controle e Conduta do Índice Geral de Governança Corporativa

Fonte: adaptado de Leal e Silva (2005) e Almeida *et al.* (2010)

Espera-se que empresas com maior score no constructo de controle e conduta da administração, apresentem menor propensão a gerenciar resultados.

3.5.4 Discussão e Análise de Dados Financeiros

⁷ No website da CVM no ícone processos administrativos sancionadores é possível observar as empresas que receberam algum tipo de penalidade pelo órgão fiscalizador. Essa informação está dividida em anos e constam informações desde o ano de 2000.

O constructo discussão e análise de dados financeiros é proposto por Alencar (2007) para um índice amplo de *disclosure*. A autora verificou a relação entre *disclosure* e custo de capital próprio em empresas brasileiras de capital aberto. Neste constructo verifica-se se a empresa ao divulgar seu Relatório Anual de Administração faz *disclosure* de itens de despesa e resultado do exercício. O Quadro 14 apresenta a composição do constructo.

ITEM	DISCUSSÃO E ANÁLISE DE DADOS FINANCEIROS
P19.C4	A companhia apresenta no seu Relatório de Administração uma série histórica do resultado do período, no mínimo de 3 anos?
P20.C4	Há comentários que indicam explicações ou justificativas sobre as oscilações do resultado do período?
P21.C4	A companhia apresenta no seu RA uma série histórica das despesas administrativas e comerciais, no mínimo de 3 anos?
P22.C4	Há comentários que indicam explicações ou justificativas sobre as oscilações de despesas administrativas e comerciais?
P23.C4	A companhia apresenta no seu RA uma série histórica das ações judiciais trabalhistas, no mínimo de 3 anos?
P24.C4	Há comentários que indicam explicações ou justificativas sobre as oscilações das ações judiciais trabalhista?
P25.C4	A companhia apresenta no seu RA uma série histórica das ações fiscais/tributárias, no mínimo de 3 anos?
P26.C4	Há comentários que indicam explicações ou justificativas sobre as oscilações das ações fiscais/tributárias?
P27.C4	A empresa apresenta no seu RA uma série histórica da evolução de receitas e despesas financeiras, no mínimo de 2 anos?
P28.C4	Há comentários que indicam explicação ou justificativa sobre as oscilações de receitas e despesas financeiras? (ALEN)

Quadro 15: Constructo Discussão e Análise de Dados Financeiros do Índice Geral de Governança Corporativa

Fonte: adaptado de Alencar (2007)

Espera-se que empresas com maior *score* no constructo de discussão e análise de resultados apresentem menor propensão a gerenciar resultados.

3.5.5 Direito de Acionistas

Por fim, o constructo direito de acionistas verifica se a empresa aderiu ao veículo de câmara de arbitragem para solução de conflitos corporativos e se há concessão de direitos a acionistas acima do que é previsto em lei. O Quadro 16 detalha as perguntas do constructo.

ITEM	DIREITOS DE ACIONISTAS
P29.C5	O contrato social da companhia estabelece câmara de arbitragem para resolver conflitos corporativos?
P30.C5	O contrato social da companhia concede direitos adicionais de voto além do que é

	legalmente requerido?
P31.C5	A companhia concede direitos de <i>tag along</i> além do que é legalmente requerido?

Quadro 16: Constructo Direito de Acionistas do Índice Geral de Governança Corporativa

Fonte: adaptado de Leal e Silva (2005) e Almeida *et al.* (2010)

Espera-se que empresas com maior *score* no constructo Direitos de Acionistas, apresentem menor propensão a gerenciar resultados.

3.6 Variáveis de controle da pesquisa

Lakatos e Marconi (1995, p.181) definem variável de controle como “aquele fator, fenômeno ou propriedade que o investigador neutraliza ou anula propositalmente em uma pesquisa com a finalidade de impedir que interfira na análise da relação entre as variáveis independentes e dependente”. Variáveis de controle, também, são variáveis independentes. Foram selecionadas 3 variáveis de controle considerando sua influência sobre o Gerenciamento de Resultados: alavancagem, tamanho e desempenho. A seguir cada uma delas tem sua utilização justificada e descrita a relação esperada (positiva ou negativa) com os *accruals* discricionários.

Alavancagem: Espera-se que o nível dos *accruals* discricionários e alavancagem estejam positivamente associados, pois empresas que possuem maior exigível estão mais propensas a escolher métodos contábeis que aumentem o lucro (IUDÍCIBUS; LOPES, 2004; WATTS e ZIMMERMAN, 1990). Ademais, empresas com mais dívidas podem ser vistas como mais arriscadas (NARDI e NAKAO, 2009). Diante disto, a relação esperada está associada à hipótese de que gestores estariam interessados em comunicar resultados que demonstrem a credores desempenhos que justifiquem a continuidade de financiamentos.

Tamanho: A relação esperada entre Gerenciamento de Resultados e o porte da empresa é negativa. Empresas maiores podem se beneficiar da economia de escala e tendem a ser mais diversificadas (GU, LEE e ROSSET, 2005). Além disto, empresas de maior porte podem apresentar maior visibilidade tendo como efeito a geração de custos políticos. Diante destas características, pode-se esperar uma relação inversa os *accruals* discricionários e porte da empresa.

Desempenho: Segundo Nardi e Nakao (2009), os *accruals* podem refletir a tentativa da administração em divulgar resultados que reflitam o desempenho de modo conveniente aos interesses da companhia. Assim, espera-se uma relação positiva entre os *accruals* discricionários e desempenho.

No Quadro 17 apresenta-se o resumo das variáveis de pesquisa e suas definições operacionais.

Nome da Variável	Sigla	Classificação	Definição operacional	Forma de mensuração	Relação esperada
<i>Accruals</i> discricionários	AD	Dependente	Os <i>accruals</i> discricionários representam uma <i>proxy</i> de gerenciamento de resultados.	$\varepsilon_{it} = AT_{it1} - \{\phi_0 + \phi_1[\delta_1 Rec_{it}] + \phi_2[\delta_2 Desp_{it}] + \phi_3[\delta_3 At.Imob_{it}]\}$	
Índice Geral de Governança Corporativa	IGGC	Independente	Índice amplo composto por 31 perguntas divididas em 5 constructos. Índice construído a partir de estudos anteriores (LEAL e SILVA, 2005; ALMEIDA <i>et al.</i> , 2010; ALENCAR, 2007)	Captação de respostas “sim” ou “não” para as 31 questões que compõe o índice.	Negativa
Alavancagem	ALAV	Independente (variável de controle)	Verifica o nível de endividamento da companhia	Obtido a partir da seguinte relação: $\frac{exigível\ total}{Ativo\ total}$	Positiva
Tamanho	TAM	Independente (variável de controle)	Trata-se de um <i>proxy</i> do porte da empresa	Obtido a partir do logaritmo natural do ativo	Negativa
Desempenho	ROA	Independente (variável de controle)	Verifica o desempenho da empresa.	Medido pela relação: $\frac{Ebitda}{Ativo\ total}$	Positiva

Quadro 17: variáveis de pesquisa

Fonte: o autor

3.7 Hipóteses de pesquisa

A partir da descrição e classificação das variáveis a serem utilizadas no presente estudo, as hipóteses de pesquisa a serem testada é:

H₀: Maiores níveis de governança corporativa não estão associados a menores níveis de gerenciamento de resultados.

H₁: Maiores níveis de governança corporativa estão associados a menores níveis de gerenciamento de resultados.

3.8 População e amostra

Cooper e Schindler (2004) argumentam que população é o conjunto irrestrito de elementos sobre o qual desejamos fazer inferências e que amostragem é um método de seleção de elementos de uma população. Martins e Theóphilo definem amostra como “[...] conjunto de indivíduos ou objetos que apresentam em comum determinadas características definidas para o estudo. A amostra é um subconjunto da população”. Levine (2008) afirma que o processo de amostragem começa pela definição da **grade** que é constituída pelos itens que formam a população. Cooper e Schindler (2004) argumentam que as estatísticas de amostra são utilizadas como estimativas para parâmetros populacionais, sugerindo que os métodos de amostragem têm o objetivo de buscar a generalização. A amostragem pode ser probabilística ou não-probabilística. A diferença básica entre as duas é que na primeira se conhece as probabilidades de seleção e na segunda, não.

Aos objetivos que se propõe a presente pesquisa, população e amostra são:

População: companhias brasileiras de capital aberto com ações negociadas na BM&FBOVESPA.

Amostra: companhias brasileiras de capital aberto não-financeiras com ações negociadas na bolsa de valores no período de 2008 a 2010 e que neste período tenham apresentado informações contábeis suficientes e necessárias para estimação dos *accruals* totais, não discricionários e discricionários.

O total de 111 empresas perfazem a amostra desta pesquisa. Observando a necessidade de obtenção de dados relativos às variáveis instrumentais para implementação do modelo KS (1995) foram coletados dados das mesmas empresas nos anos de 2005, 2006 e 2007.

Na Tabela 2 apresenta-se a quantidade de empresas por setor de atividade⁸.

Setor de atividade	Nº de empresas	Setor de atividade	Nº de empresas
Agro e Pesca	1	Papel e Celulose	4
Alimentos e bebidas	7	Petróleo e Gás	2
Comércio	8	Química	6
Construção	3	Siderurgia e Metalurgia	12
Eletroeletrônicos	2	Software e Dados	1
Energia elétrica	21	Telecomunicações	3
Máquinas industriais	1	Têxtil	15
Minerais não metálicos	1	Veículos e Peças	9
Outros	15	-	-

Tabela 2: Empresas da amostra por setor de atividade. Classificação Económica®.

Fonte: o autor

3.9 Desenho e constructos da pesquisa

Na etapa seguinte, por meio da ilustração 3, é apresentado o desenho da pesquisa com o detalhamento dos constructos de 1º e 2º ordem e variáveis de pesquisa.

⁸ No Anexo 3 consta a relação das companhias da amostra.

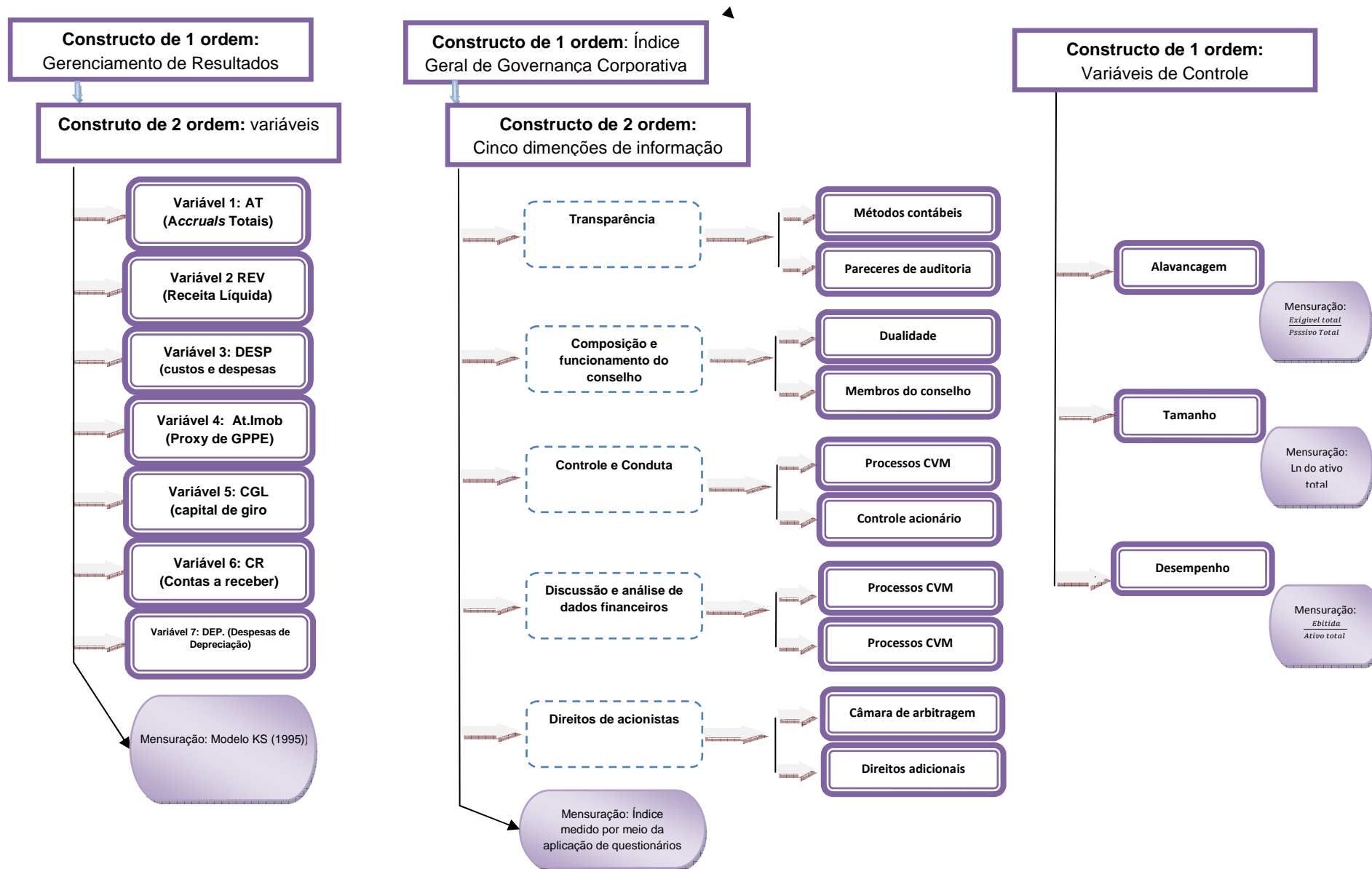


Ilustração 3: Desenho de Pesquisa
Fonte: o autor

3.10 Tratamento estatístico

O modelo a ser utilizado na pesquisa para descrever a relação entre a *proxy* de Gerenciamento de Resultados e os níveis de Governança Corporativa busca investigar a existência de um relacionamento linear entre as variáveis. Estabelecendo o Gerenciamento de Resultados como função do nível de Governança Corporativa e outras variáveis de controle, a relação linear a ser investigada pode ser expressa por:

$$AD_{it} = \beta_1 + IGGC\beta_{2it} + \sum_{j=1}^3 VC_{nji} + \varepsilon_i \quad (13)$$

$$\frac{\partial Gr}{\partial IGGC} < 0$$

$$AD_{it} = \beta_{1it} + IGGC\beta_{2it} + ALAV\beta_{3it} + TAM\beta_{4it} + DES\beta_{5it} + \varepsilon_{it} \quad (14)$$

Em que:

AD é a proxy de Gerenciamento de Resultados (definida no item 3.3);

IGGC é o índice geral de governança corporativa (definido no item 3.4);

ALAV é o grau de alavancagem da companhia (definido no item 3.5);

TAM evidencia o porte da empresa (definido no item 3.5);

DES indica o desempenho da companhia (definido no item 3.5); e

$\frac{\partial Gr}{\partial IGGC}$ representa a condição de primeira onde se espera uma relação inversa entre *accruals* discricionários e Governança Corporativa;

3.11 Métodos estatísticos de pesquisa

Para atender os objetivos desta pesquisa será utilizada uma combinação de métodos quantitativos de pesquisa. Estes métodos são análise de correlação linear, regressão linear múltipla, regressão com dados em painel e aplicação de testes não paramétricos.

3.11.1 Análise de regressão

Guajarati (2004, p.4) define o método da análise de regressão:

A análise de regressão ocupa-se do estudo da dependência de uma variável, a *variável dependente*, em relação a uma ou mais variáveis, as *variáveis explicativas*, com o objetivo de estimar e/ou prever a média (da população) ou o valor médio da dependente em termos dos valores conhecidos ou fixos (em amostragem repetida) das explicativas.

Além de ser capaz de prever valores para uma variável dependente, a análise de regressão permite: i) identificar o tipo de relação matemática que existe entre uma variável dependente e uma variável independente (explicativa); ii) quantificar o efeito que mudanças na variável independente exercem sobre a variável dependente; e iii) identificar observações incomuns (LEVINE, 2008).

Uma das premissas do modelo de regressão é conter somente uma variável dependente de natureza quantitativa. O modelo pode ser linear simples que contém uma variável independente ou linear múltiplo com mais de duas variáveis. As independentes podem assumir características de variáveis qualitativas (chamadas de variáveis binárias). As conclusões a serem tiradas a partir da construção de modelos de regressão devem atender a pressupostos de validação (CORRAR, 2009).

3.11.2 Dados em painel

O instrumental estatístico denominado Dados em Painel consiste na combinação de um grupo de unidades de corte transversal (empresas ou indivíduos, por exemplo) que são observadas ao longo do tempo (ADKINS, 2010). Gujarati (2004) sintetiza que dados em painel têm uma dimensão espacial e outra temporal. Diante disto, observa-se que se trata de uma técnica que não analisa isoladamente a relação tempo e unidades de observação. Segundo o mesmo autor, dados em painel é uma expressão genérica e os modelos elaborados a partir desta técnica podem ser denominados de modelos de regressão com dados em painel.

Para Adkins (2010) o desenvolvimento de modelos de regressão com dados em painel pode ocorrer das formas *pooled*, do tipo com efeitos fixos e efeitos aleatórios. O Quadro 13 resume as principais características destas abordagens de estimação de modelos e serão úteis para a interpretação dos resultados quando da aplicação a equação 14 desta pesquisa.

Tipo	Características
<i>Pooled</i>	<p>Provavelmente seja a abordagem mais simples já que agrupa (daí o termo <i>pooled</i>) o conjunto de dados sem considerar o efeito das unidades observadas e o tempo sobre a relação entre as variáveis. No que se refere aos objetivos definidos neste trabalho, aplicar esta abordagem significa empilhar as 111 empresas da amostra para os três anos de análise perfazendo 333 observações e obter os parâmetros da regressão.</p> <p>Operacionalmente os resultados alcançados pelo modelo de regressão tipo <i>pooled</i> são os mesmos da estimação pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO), já que considera que todas as unidades de observação têm o mesmo intercepto e inclinação.</p>
Efeitos Fixos	<p>Para estimação dos parâmetros da regressão descrita na equação 14 com a abordagem de efeitos fixos, serão necessários alguns pressupostos: i) assume-se que os coeficientes (intercepto e inclinação) sejam constantes ao longo do tempo e das unidades de observação e que o termo de erro captura diferenças ao longo do tempo e das unidades de observação; ii) as inclinações são constantes, mas o intercepto varia ao longo das unidades de observação e do tempo; iii) Todos os coeficientes (intercepto e inclinações) variam ao longo tempo e das unidades de observação;</p> <p>Possíveis diferenças estatisticamente significativas observadas nos interceptos devem-se a características específicas de cada unidade de observação e/ou de tempo. Quando essas diferenças estão presentes, a abordagem de efeitos fixos eleva o R^2 da regressão indicando aumento da capacidade de explicação das variáveis explicativas.</p> <p>Ao utilizar esta abordagem, será atribuída uma variável <i>dummy</i> para cada uma das 111 empresas da amostra e para cada unidade de tempo.</p>
Efeitos aleatórios	<p>A abordagem de efeitos aleatórios trata as diferenças individuais como sendo aleatoriamente associadas às observações da amostra. Ao invés de estimar os parâmetros como foi feito na abordagem de efeitos fixos, neste caso eles são incorporados em um modelo de erro que possui características específicas.</p>

Quadro 18: Abordagens de regressão com dados em painel

Fonte: Adaptado de Gujarati (2005) e Adkins (2011).

3.11.3 Testes não paramétricos

A observação da normalidade da distribuição de dados de um determinado conjunto, constitui uma das hipóteses para aplicação de testes paramétricos, tais como teste *t*, *anova-one way*, *anova-two way* e outros. Entretanto, há alternativas para inferências sobre possíveis diferenças entre médias (ou medianas) de duas ou mais amostras que apresentam distribuições que se distanciam de uma distribuição normal. Tratam-se dos testes não paramétricos também chamados de testes de distribuição livre (FIELD, 2009).

Na literatura existem testes não paramétricos equivalentes para situações que se deseja analisar e se tem distribuição normal de dados, como por exemplo, o teste Mann Whitney para amostras independentes e não emparelhadas. Este teste é utilizado quando se deseja utilizar o teste t de diferença de médias de duas amostras, mas não se tem normalidade dos dados. Adicionalmente, para duas amostras pareadas tem-se a alternativa do teste da soma de postos de Wilcoxon. Para grupos de amostra maiores que dois, é também possível encontrar alternativas não paramétricas, tais como o teste de Kruskal Wallis (LEVINE, 2008).

A aplicabilidade dos testes não paramétricos não é restrita à verificação de possíveis diferenças estatisticamente significativas entre médias. Segundo Field (2009) testes não paramétricos são capazes de fornecer probabilidade bicaudal e unicaudal. Isto significa que podem ser aplicados tanto em testes de hipóteses de diferenças de médias quanto em hipótese em que se busca verificar a intensidade de um efeito, por exemplo, diante de uma previsão estabelecida. Segundo o autor, quando uma previsão é feita precisa-se calcular a probabilidade bilateral e dividi-la por dois, obtendo-se a significância unilateral.

Na Tabela 3 é apresentado o resultado da aplicação do teste de normalidade para as variáveis de pesquisa descritas no Quadro 10⁹.

Variável	Score z
AD	0,00***
IGGC	0,00***
TAM	0,25092
ALAV	0,00***
CRES	0,00***

Tabela 3: teste de normalidade

***significativo ao nível de 1% e **significativo ao nível de 5%

Fonte: o autor

⁹O teste de normalidade utilizado na tabela 2 é a estatística teste Jarque-Bera. Neste teste a hipótese nula é de normalidade dos dados. O nível de significância utilizado foi de 5%. No anexo 4 é apresentado o resultado deste e de outros testes de normalidade para as variáveis de pesquisa.

Evidencia-se a partir da Tabela 3, que as variáveis de pesquisa *Accruals* discricionários (AD), Índice geral de Governança Corporativa (IGGC), e Alavancagem (ALAV) e Crescimento (CRES) não apresentam distribuição que se aproxime de uma distribuição normal. A exceção é a variável Tamanho que é medida por meio do logaritmo natural do ativo, por isso apresenta normalidade. Portanto, ao nível de 5% deve-se rejeitar a hipótese de normalidade dos dados.

Diante das evidências de que as variáveis de pesquisa não apresentam distribuição normal, alternativas para inferências serão aplicações de testes não paramétricas. Como o objetivo desta pesquisa é descrever o comportamento dos *accruals* discricionários em relação aos índices de Governança Corporativa das empresas da amostra, análises não paramétricas serviram de base para inferências sobre estes comportamentos.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

A apresentação da análise de resultados está dividida em 5 partes: na seção 4.1 consta a apresentação das estatísticas descritivas das variáveis de pesquisa. Na seção 4.2, é apresentado um sumário dos resultados da aplicação do Índice Geral de Governança Corporativa (IGGC). Na seção 4.3 é feita a divisão da amostra de pesquisa em índices de Governança Corporativa (quintis). Na sequência, a seção 4.4 demonstra os coeficientes da regressão obtidos pelo modelo KS (1995) em quatro abordagens distintas. E, finalmente, a seção 4.5 é analisada a associação das variáveis de pesquisa.

4.1 Estatísticas descritivas das variáveis de pesquisa

A Tabela 4 apresenta um sumário de estatísticas descritivas das variáveis de pesquisa. Embora não seja a variável com maior coeficiente de variação, o Índice Geral de Governança Corporativa (IGGC) mostra acentuada dispersão. No ano de 2008, verifica-se que há empresas com índices próximos de 12% até companhias com índice próximo de 70%. No ano de 2012 estes percentuais vão para quase 13% e 90%, respectivamente. Este comportamento do coeficiente de variação sugere heterogeneidade na distribuição desta variável ao longo da amostra.

Ano: 2008. Número de observações: 111					
	IGGC	AD	ALAV (%)	TAM	ROA (%)
Mínimo	0,11565	0,00013	14,8	8,95	-32,38
Máximo	0,70968	0,97206	637,5	19,56	49,9
Média	0,36239	0,08253	72,38	13,9	15
Mediana	0,35484	0,06089	61,5	14,03	14,45
Desvio Padrão	0,11565	0,10476	66,36	1,8	11,51
Coeficiente de Variação	0,31913	1,26936	0,92	0,13	0,77
Ano: 2009. Número de observações: 111					
	IGGC	AD	ALAV (%)	Tamanho	ROA (%)
Mínimo	0,09677	0,0003	11,5	8,9	-70,15
Máximo	0,67742	0,77773	475,9	19,57	173,35

Média	0,39843	0,0651	67,52	13,96	14
Mediana	0,35484	0,04061	60,4	14,04	12,61
Desvio Padrão	0,12377	0,09766	54,3	1,81	21,14
Coeficiente de Variação	0,31064	1,50015	0,80	0,13	1,51

Ano: 2010. Número de observações: 111

	IGGC	AD	ALAV (%)	Tamanho	ROA (%)
Mínimo	0,12783	0,0004	13,6	10,08	-15,16
Máximo	0,90323	0,18339	222,5	19,96	121,3
Média	0,40511	0,05816	60,14	14,19	13,94
Mediana	0,3871	0,04462	0,56	14,27	12,22
Desvio Padrão	0,12783	0,04582	29,44	1,74	14,32
Coeficiente de Variação	0,31554	0,78783	0,49	0,12	1,03

Tabela 4: Estatísticas descritivas das variáveis de pesquisa

Fonte: o autor

Os *Accruals* discricionários (AD) apresentam-se como a variável de maior coeficiente de variação dentre todas as variáveis de pesquisa. Esta relevante dispersão nos três anos de análise pode indicar possíveis diferenças entre grupos de empresas da amostra.

A Alavancagem (ALAV) indica que, em média, as empresas da amostra apresentaram diminuição da razão do total de dívidas em relação ao ativo total. Em consequência, a Tabela 6 demonstra que empresas com passivo a descoberto diminuíram a proporção negativa de patrimônio líquido ao longo do período. A indicação de patrimônio líquido negativo é dada quando a proporção de dívidas ultrapassa 100%. No período, esta proporção apresentou queda com 637,50% em 2008, 475,90% em 2009 e 222,50% em 2010.

Pode-se verificar evolução média na variável Tamanho (TAM) ao longo dos três anos de análise. Considerando o ano de 2010, a menor e maior empresa da amostra têm como valor contábil dos seus ativos os valores de R\$ 23.836 mil e R\$ 466.644.103 mil, respectivamente. Dada a elevada amplitude desta variável e possíveis dificuldades em tratá-la como variável dependente, decidiu-se utilizar o logaritmo natural do ativo total como *proxy* de tamanho. A elevada dispersão desta variável poderia gerar distorções em análises posteriores.

Embora de forma não substancial, a variável de desempenho (ROA) apresenta, em média, queda no período de análise com 15% em 2008, 14% em 2009 e 13,94% em 2010.

4.2 – Sumário De Estatísticas Descritivas do Índice Geral de Governança Corporativa (IGGC)

Para cada uma das perguntas do Índice Geral de Governança Corporativa (IGGC), a Tabela 5 apresenta o percentual de empresas que obtiveram resposta “sim” em cada ano de análise. Os resultados indicam que mais de 80% das empresas da amostra apresentam os relatórios financeiros previstos em Lei dentro do prazo previsto e que, para o ano de 2010, praticamente todas as companhias da amostra utilizaram métodos internacionais de contabilidade. O alto percentual obtido em 2010 na pergunta que se refere à adesão a métodos internacionais de contabilidade é explicado pela Instrução 457 de 2007 da Comissão de Valores Mobiliários que obrigou todas as empresas de capital aberto a elaborar suas demonstrações contábeis no Padrão IFRS (*Internacional Financial Reporting Standard*). Diante disto, a partir do exercício de 2010, o alinhamento a padrões internacionais de contabilidade deixa de ser um atributo de Governança Corporativa capaz de diferenciar empresas, já que a adesão ao padrão IFRS passa a ser regulamento por Lei. Adicionalmente, mais da metade das empresas são auditadas por uma das *Big4* de auditoria. Informações sobre a remuneração de membros da Diretoria ou do Conselho de Administração estão disponíveis nos sistemas de informação da CVM na forma de montantes ou médias, e não individualizadas. Diante desta limitação, a totalidade das empresas da amostra ficou com “não” neste questionamento já que não é possível verificar a remuneração do Diretor Geral ou Presidente do Conselho de Administração das companhias da amostra. Sobre a frequência de pareceres de auditoria sem ressalvas, observa-se queda ao longo dos três anos sendo em 2010 o menor número, em que mais de 20% das empresas da amostra tiveram ressalvas em seus pareceres. Esta pesquisa não tem como proposta analisar a variável “pareceres de auditoria” no contexto de Governança Corporativa ou de Gerenciamento de Resultados. Entretanto, pode-se conjecturar que esta redução no número de empresas com pareceres sem ressalva em 2010,

pode estar associada à adequação de políticas contábeis das companhias aos padrões internacionais de contabilidade.

ITEM	Perguntas do Índice Geral de Governança Corporativa (IGGC)	2008	2009	2010
P1.C1	A companhia prepara seus relatórios financeiros exigidos por lei dentro do prazo previsto?	80,18%	94,59%	83,78%
P2.C1	A companhia utiliza métodos internacionais de contabilidade?	63,96%	57,66%	97,30%
P3.C1	A companhia usa uma das principais empresas de auditoria globais?	64,86%	61,26%	62,16%
P4.C0	A companhia apresenta no seu <i>website</i> ou nas informações anuais (IAN) informações sobre remuneração do diretor geral e dos membros do conselho?	0,00%	0,00%	0,00%
P5.C1	A empresa teve parecer de auditoria independente sem ressalva?	94,59%	79,28%	78,38%
P6.C2	O presidente do conselho e o diretor geral da empresa são pessoas diferentes?	65,77%	72,97%	63,06%
P7.C2	O conselho é claramente composto por conselheiros externos e possivelmente independentes (não ligados aos controladores)?	30,63%	12,61%	24,32%
P8.C2	O conselho possui entre 5 e 9 membros, conforme recomenda o IBGC?	79,28%	75,68%	77,48%
P9.C2	Os membros do conselho possuem mandato de um ano, conforme recomenda o IBGC?	21,62%	32,43%	30,63%
P10.C2	Há na companhia conselho fiscal permanente?	24,32%	35,14%	37,84%
P11.C3	A empresa não está sob investigação em curso ou tem qualquer tipo de condenação pela CVM no último ano?	80,18%	88,29%	83,78%
P12.C3	A companhia não recebeu qualquer tipo de condenação pela CVM no último ano?	88,29%	94,59%	95,50%
P13.C3	O grupo controlador, considerando o acordo de acionistas, possui menos de 50% das ações com direito a voto?	23,42%	30,63%	30,63%
P14.C3	A porcentagem de ações sem direito a voto é menor que 20% do total do capital?	36,04%	36,94%	39,64%
P15.C3	O controle da companhia é direto?	63,06%	61,26%	62,16%
P16.C3	Não existem acordos de acionistas?	79,28%	67,57%	70,27%
P17.C3	O índice de acionistas controladores de direitos de fluxos de caixa para direitos de voto é maior ou igual a 1?	39,64%	65,77%	51,35%
P18.C3	O <i>free-float</i> da companhia é maior ou igual ao que é requerido pela bolsa de valores de São Paulo para o "Novo Mercado" (25%)?	46,85%	61,26%	40,54%
P19.C4	A companhia apresenta no seu RA uma série histórica do resultado do período, no mínimo de 3 anos?	11,71%	15,32%	20,72%
P20.C4	Há comentários que indicam explicações ou justificativas sobre as oscilações do resultado do período?	14,41%	13,51%	27,03%
P21.C4	A companhia apresenta no seu RA uma série histórica das despesas administrativas e comerciais, no mínimo de 3 anos?	1,80%	2,70%	4,50%
P22.C4	Há comentários que indicam explicações ou justificativas sobre as oscilações de despesas administrativas e comerciais?	16,22%	3,60%	14,41%
P23.C4	A companhia apresenta no seu RA uma série histórica das ações judiciais trabalhistas, no mínimo de 3 anos?	0,90%	0,90%	0,90%

P24.C4	Há comentários que indicam explicações ou justificativas sobre as oscilações das ações judiciais trabalhista?	2,70%	0,90%	0,90%
P25.C4	A companhia apresenta no seu RA uma série histórica das ações fiscais/tributárias, no mínimo de 3 anos?	0,00%	0,00%	0,90%
P26.C4	Há comentários que indicam explicações ou justificativas sobre as oscilações das ações fiscais/tributárias?	0,90%	0,00%	0,90%
P27.C4	A empresa apresenta no seu RA uma série histórica da evolução de receitas e despesas financeiras, no mínimo de 2 anos?	6,31%	40,54%	31,53%
P28.C4	Há comentários que indicam explicação ou justificativa sobre as oscilações de receitas e despesas financeiras?	9,01%	40,54%	36,04%
P29.C5	O contrato social da companhia estabelece câmara de arbitragem para resolver conflitos corporativos?	27,03%	38,74%	27,03%
P30.C5	O contrato social da companhia concede direitos adicionais de voto além do que é legalmente requerido?	25,23%	24,32%	33,33%
P31.C5	O companhia concede direitos de concede <i>tag along</i> além do que é legalmente requerido?	25,23%	26,13%	28,83%

Tabela 5: sumário de estatística descritiva do IGGC

Fonte: o autor

A Tabela 5 na questão P6.C2 indica que parece ser uma prática comum no Brasil, o cargo de Diretor Presidente (equivalente no questionário a Diretor Geral) ser ocupado pelo mesmo indivíduo que tem a função de presidir o Conselho de Administração. Observando, ainda, que é freqüente o cargo de Diretor Presidente ser ocupado pelo Vice-Presidente do Conselho de Administração que em determinadas ocasiões previstas em estatutos sociais, substitui o Presidente do Conselho. Ademais, apesar de aproximadamente 80% das empresas possuírem entre 5 e 9 conselheiros, mostra-se não ser comum haver Quadros de conselheiros independentes. Considerando o ano de 2010, menos de $\frac{1}{4}$ das empresas da amostra tem seus conselhos compostos por conselheiros independentes. Sobre a presença de conselhos fiscais permanentes, pode-se perceber evolução no período de análise. Em 2010 a freqüência de conselhos fiscais, cujo funcionamento tem caráter permanente, chegou a quase 40% das empresas da amostra.

No que se refere a controle e conduta, pouco mais de 19% em 2008, 11% em 2009 e 16% em 2010 estiveram envolvidas em processos de investigação da CVM sendo que 11,71% em 2008, 5,41% em 2009 e 4,5% em 2010 receberam algum tipo penalidade na forma de multa ou advertência. Ainda na Tabela 7, pode-se observar que em menos de $\frac{1}{3}$ das empresas (30,63% em 2010), o grupo controlador possui menos de 50% das ações ordinárias, indicando haver relevante concentração de ações com direito a voto em acionistas controladores. Sobre a

presença de acordo de acionistas, 79,28% em 2008, 67,57% em 2009 e 70,27% em 2010 informam não possuir este tipo de acordo.

Nas questões que se referem à discussão e análise de dados financeiros, observa-se evolução no número de empresas que apresentam e comentam seus resultados em períodos de pelo menos 3 anos (11,27% em 2008 e 20,72% em 2010 para apresentação de resultados e 14,41% em 2008 e 27,03% em 2010 para comentários). Este desempenho em apresentar resultados não se repete quando a temática se refere à evidenciação de despesas comerciais e administrativas. Entretanto, deve-se observar que é freqüente empresas não apresentarem séries de pelo menos 3 anos de despesas, mas comentarem suas oscilações para períodos inferiores.

Finalmente no que se refere a direito de acionistas, pode-se notar que se mantém próximo a 27% o número de empresas que prevêm em seus estatutos sociais a solução de conflitos corporativos por meio de câmara de arbitragem. Sobre a concessão de direitos adicionais de voto pode-se perceber evolução com 25,23% em 2008 e 33,33% em 2010. Ainda que com intensidade menor, verifica-se também evolução na concessão de *tag along* no período.

4.3 Governança Corporativa em diferentes níveis

A Tabela 6 divide a amostra de 111 empresas em 9 grupos conforme o resultado ranqueado do IGGC nos anos de 2008, 2009 e 2010. O critério de separação utilizado foi a distribuição dos índices de governança em quintis. Nesta separação, as observações do quintil 5 (Q5) são empresas que apresentam melhores resultados do IGGC do que empresas do quintil 4 (Q4) e estas melhores que do quintil 3 (Q3) e assim por diante.

IGGC: Painel A				IGGC: Painel B			
Q5	Mínimo	0,48387	22 empresas	Q4	Mínimo	0,39785	22 Empresas
	Máximo	0,73118			Máximo	0,47312	
	Média	0,55767			Média	0,44184	
	Mediana	0,54839			Mediana	0,45161	

	Desvio Padrão	0,08234			Desvio Padrão	0,08487	
IGGC: Painel C				IGGC: Painel D			
Q3	Mínimo	0,34409	22 empresas	Q2	Mínimo	0,31183	22 empresas
	Máximo	0,39785			Máximo	0,34409	
	Média	0,37048			Média	0,32942	
	Mediana	0,35484			Mediana	0,32258	
	Desvio Padrão	0,06101			Desvio Padrão	0,06314	
IGGC: Painel E							
Q1	Mínimo	0,18280	23 empresas				
	Máximo	0,31183					
	Média	0,25993					
	Mediana	0,25806					
	Desvio Padrão	0,07061					

Tabela 8: Quintis de Governança da Amostra
Fonte: o autor

O quintil Q5 no painel A da tabela 8 indica que as 22 empresas que compõe este quintil obtiveram em média 17 respostas “sim” para as 31 questões que formam o Índice Geral de Governança Corporativa. Por outro lado, em Q1 a média foi a obtenção de 8 respostas “sim” indicando ser este o quintil com empresas da amostra que possuem menos atributos de Governança Corporativa.

O gráfico 1 complementa às informações apresentadas na Tabela 8 demonstrando a dispersão do score médio do IGGC de cada um dos quintis estabelecidos.

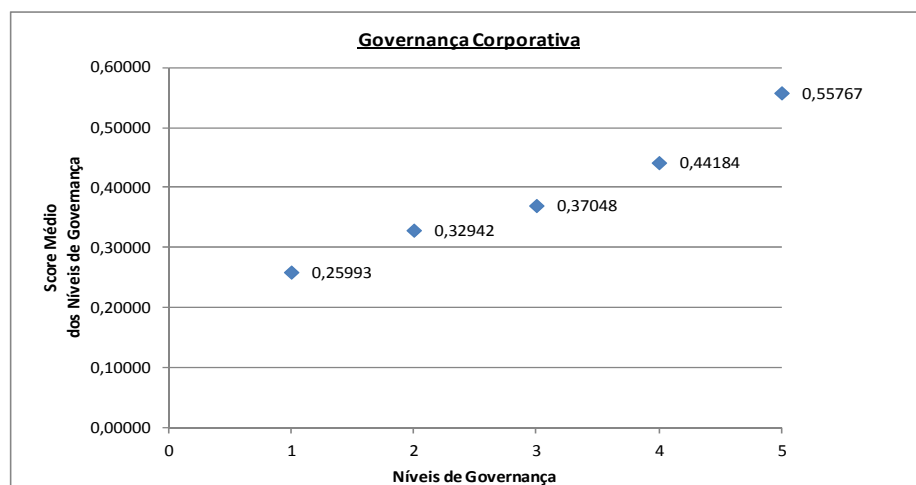


Gráfico 1: Quintis de Governança Corporativa

Adicionalmente espera-se que os cinco quintis além de crescentes em termos de *scores* de governança, sejam também diferentes sob o ponto de vista estatístico. Para evidenciar esta diferença, foi aplicado o teste não-paramétrico de diferença de médias de Kruskal-Wallis que verifica diferenças entre médias de mais de 2 grupos. O resultado do teste é apresentado na Tabela 7.

IGGC – Quintis	Média dos rankings
1	61,64
2	118,17
3	157,38
4	214,73
5	287,87
χ^2	222,041
<i>p-value</i>	0,0000***

Tabela 7: Diferença de médias entre quintis

***Significativo ao nível de 1%.

Fonte: o autor

Por meio dos resultados apresentados na Tabela 7 e conforme esperado, pode-se afirmar que ao nível de 1% existem diferenças nos *scores* de governança Q1, Q2, Q3, Q4 e Q5. A partir destes dados, pode-se afirmar que os *scores* são não somente crescentes ao longo dos quintis de Governança Corporativa definidos, como também diferentes sob o ponto de vista estatístico.

4.4 Estimação dos *accruals* discricionários

O objetivo da estimação dos coeficientes do modelo de regressão múltipla é mensurar os parâmetros que servirão de base para medir o componente de erro (ϵ) do modelo KS (1995) que representam uma *proxy* do Gerenciamento de Resultados. A seguir, é apresentada a estimação dos coeficientes da regressão com base no Modelo KS, em quatro abordagens: i) Modelo MQO: este modelo pode ser considerado o mais simples já que permite fazer inferências somente sobre a significância dos coeficientes da regressão e sobre os sinais esperados dos coeficientes; ii) Modelo com variáveis *dummies* setoriais: permite verificar a significância de agrupamentos setoriais como fatores explicativos para as variações

dos *accruals* totais; iii) Modelo com *dummies* de tempo: permite verificar a significância dos anos de 2008, 2009 e 2010 como fatores explicativos para as variações dos *accruals* totais; e vi) Modelo com variáveis instrumentais: modelo que contorna o problema de correlação entre variáveis explicativas e o erro (ε) discutido na seção 3 deste trabalho. Os coeficientes de regressão estimados pelo modelo de variáveis instrumentais foram utilizados para estimação do componente de erro. Em todos os modelos, o número de observações é de 333.

A Tabela 8 indica que, ao nível de significância de 1%, as variáveis Despesas e Ativo imobilizado explicam as variações nos *accruals* totais. A variável Receita não se mostrou significativa como variável explicativa. No que se refere à variável receita, resultado semelhante foi encontrado por Martinez (2008) com coeficiente 0,063 positivo e teste *t* de 1.429. A não significância encontrada sugere que a variabilidade das Receitas não é um fator explicativo dos *accruals* totais o que indica que a estimação dos *accruals* discricionários não pode ser efetuada utilizando o coeficiente das Receitas. Adicionalmente, o teste F mostra que o modelo MQO é significativo e os sinais obtidos para os coeficientes da regressão apresentaram-se de acordo com o esperado.

Modelo KS: Mínimos Quadrados Ordinários (MQO)				
Variáveis	Coeficiente	Teste t	Sinal Esperado	Sinal obtido
Receita x δ_1	0,073	1,119	+	+
Despesas x δ_2	0,179	6,027***	+	+
At.Imob x δ_3	-1,202	-4,441***	+ / -	-
Intercepto	0,001	0,074		
R ²	13,20%	-		
Teste F	16,72***			

Tabela 8: estimação por MQO

*significativo em 10%. **significativo em 5%. ***significativo em 1%

Fonte: o autor

Na sequência, são apresentados na Tabela 9 os resultados da utilização da abordagem de *dummies* setoriais¹⁰. As 111 empresas da amostra estão divididas em 17 setores econômicos conforme classificação Económica®. Para fazer uso desta

¹⁰ No Anexo 5 é apresentado o teste de hipótese para verificação de igualdade de interceptos. A hipótese nula deste teste é de que todas as empresas da amostra têm o mesmo intercepto. Considerando o alto valor da significância (0,591932) a hipótese de igualdade de interceptos não pode ser rejeitada.

abordagem, foi atribuída uma variável *dummy* para cada setor econômico utilizando-se o setor elétrico como setor de referência, perfazendo assim 16 variáveis *dummy*. Os coeficientes das variáveis Despesas e Ativo imobilizado mantêm-se significativos assim como o teste F. Entretanto, o coeficiente de determinação aumentou. Das 16 variáveis *dummy* de classificação setorial incluídas, 3 mostraram-se significativas ao nível de 1%, 5% e 10%. A Tabela 9 mostra que os setores econômicos em sua totalidade não exercem papel relevante na explicação das variações os *accruals*, pois não foi constada significância em todos os coeficientes dos setores da amostra. Contudo, em determinados setores pode-se verificar indícios de Gerenciamento de Resultados. Apesar de amostras, períodos e objetivos de pesquisa diferentes estes resultados são semelhantes aos encontrados por Almeida *et al.* (2005) em que os setores que apresentaram significância nos coeficientes foram alimentação, construção, papel e celulose e telecomunicações.

Modelo KS: variáveis <i>dummies</i> setoriais				
Variáveis	Coeficiente	Teste t	Sinal Esperado	Sinal obtido
Receita x δ_1	0,093	1,305	+	+
Despesas x δ_2	0,211	6,53***	+	+
GPPE x δ_3	-1,137	-3,358**	+ / -	-
Intercepto	-0,039	-1,868*		
Siderurgia e Metalurgia	0,062	2,513***		
Alimentos e Bebidas	0,059	2,067**		
Veiculos e peças	0,047	1,823*		
R ²	16,40%	-		
Teste F	3,230***	-		

Tabela 9: estimação com *dummies* setoriais

*significativo em 10%. **significativo em 5%. ***significativo em 1%

Fonte: o autor

A Tabela 10 apresenta o resultado dos coeficientes de regressão em que variáveis *dummy* representam cada um dos anos em análise (2008, 2009 e 2010). O ano de referência foi 2008 e, portanto, foram incluídas duas variáveis *dummy* de tempo. Os coeficientes das variáveis *dummy* não se mostraram significativos indicando que os anos em análise não exercem papel relevante na explicação das variações das *accruals* totais.

Modelo KS: variáveis *dummies* para os anos

Variáveis	Coefficiente	Teste t	Sinal Esperado	Sinal obtido
Receita x δ_1	0,093	1,305	+	+
Despesas x δ_2	0,211	6,53**	+	+
GPPE x δ_3	-1,137	-3,358**	+ / -	-
Intercepto	-0,039	-1,868*		
Ano de 2009	-0,006	-0,443		
Ano de 2010	0,002	0,132		
R ²	13,30%	-		
Teste F	10,065***	-		

Tabela 10: estimação com *dummies* para os anos de 2008, 2009 e 2010

*significativo em 10%. **significativo em 5%. ***significativo em 1%

Fonte: o autor

A seguir, demonstram-se na Tabela 11 os coeficientes estimados mediante o método de mínimos quadrados de dois estágios (MQ2E), os quais serão utilizados para medir o componente de erro (ε) de cada empresa em cada ano da análise. No modelo de variáveis instrumentais, somente o intercepto não apresentou significância estatística e, por este motivo, não é considerado no cômputo de medição dos *accruals* discricionários.

Modelo KS: variáveis instrumentais

Variáveis	Coefficiente	Teste t	Sinal Esperado	Sinal obtido
Receita x δ_1	0,2295	2,935***	+	+
Despesas x δ_2	0,2713	6,852***	+	+
GPPE x δ_3	-1,3052	-4698***	+ / -	-
Intercepto	-0,0171	-1,1155		
R ²	12,44%	-		
Teste F	20,77***	-		
Estatística Cragg Donald	220,417			

Tabela 11: estimação com variáveis instrumentais

*significativo em 10%. **significativo em 5%. ***significativo em 1%

Fonte: o autor

Adicionalmente, pode-se verificar que os sinais obtidos mostram-se de acordo com o esperado para as variáveis Receitas e Despesas. A estatística Cragg Donald de verificação de força dos instrumentos é apresentada somente na Tabela

11, já que nos modelos em MQO e variáveis *dummy* setoriais e de tempo não se utilizou a abordagem de variáveis instrumentais (VI).

4.5 Análise da associação das variáveis de pesquisa

Na Tabela 12 apresenta-se a matriz de correlações das variáveis em análise em que são consideradas as 333 observações da pesquisa. Nesta Tabela os coeficientes de correlação demonstram a relação bivariada entre as variáveis.

	Parâmetros	IGGC	AD (Valores Absolutos)
IGGC	Coeficiente de Correlação	1,000	-0,002
	Significância	-	0,966
AD (Valores Absolutos)	Coeficiente de Correlação	-0,002	1,000
	Significância	0,966	-
Ativo Total	Coeficiente de Correlação	0,341	-0,194
	Significância	0,000	0,000
Alavancagem	Coeficiente de Correlação	-0,134	0,641
	Significância	0,014	0,000
ROA	Coeficiente de Correlação	0,074	0,175
	Significância	0,178	0,001

Tabela 12: Matriz de correlação das variáveis de pesquisa

*significativo em 10%. **significativo em 5%. ***significativo em 1%

Fonte: o autor

A Tabela 12 demonstra a relação bivariada entre as variáveis de pesquisa. Pode-se verificar que a *proxy* de gerenciamento de resultados representada pelos resíduos da regressão identificados pela variável AD em valores absolutos, não apresentam correlação estatisticamente significativa com o Índice Geral De Governança Corporativa. Os resultados sugerem adequação de implementação do modelo KS (1995), já que a associação entre os *accruals* discricionários e variáveis de controle (Ativo total, Alavancagem e ROA) é significativa ao nível 1% e com sinal dentro do esperado (Quadro 17).

Para verificação da relação entre os resultados das variáveis *accruals* discricionários e Governança Corporativa, são aplicados testes não paramétricos. Técnicas econométricas são utilizadas para verificar a integração entre as variáveis

de pesquisa sob uma perspectiva multivariada. A aplicação de ambas as técnicas auxiliará na inferência sobre a relação entre as variáveis.

4.5.1 Resultados da aplicação de testes não paramétricos

Nesta etapa, são apresentados os resultados da aplicação dos testes não paramétricos para verificação de diferenças entre quintis de governança considerando o IGGC e os constructos que o compõe. Isso se torna possível, porque cada uma das 111 empresas da amostra obteve *scores* individuais para os cinco constructos que formam o IGGC nos anos 2008, 2009 e 2010.

Na Tabela 13, são apresentadas as médias dos *scores* de Governança Corporativa atribuídas a cada um dos quintis e a média dos *accruals* discricionários associados às empresas que os compõem. Esta etapa tem o objetivo de verificar se a média dos *accruals* discricionários das empresas que compõem o quintil 5 é estatisticamente menor que a média dos *accruals* das empresas que compõe o quintil 1.

Variáveis	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5
Score do IGGC	0,25993	0,32942	0,37048	0,44184	0,55767
Accruals discricionários	0,06537	0,07892	0,07415	0,06273	0,06195

Tabela 13: Médias de *score* de governança e médias dos *accruals* discricionários

Fonte: o autor

A seguir, a Tabela 14 apresenta a média e a soma dos rankings dos *accruals* discricionários associados às empresas que pertencem ao quintil com mais atributos (Q5) e as empresas com menos atributos de Governança Corporativa (Q1). O objetivo desta Tabela é verificar por meio da aplicação do teste não paramétrico Mann Whitney se a média dos *accruals* discricionários é maior no quintil mais baixo de atributos de governança.

Variável	Quintis	Média do Ranking	Soma do Ranking	Estatística U de Mann Whitney	Significância
AD (valores absolutos)	1	70,86	4889,00	-0,867	0,194
	5	65,02	4291,00		

Tabela 14: Estatística Mann Whitney de diferença de médias para os *accruals*

Fonte: o autor

Ainda que a média dos *accruals* discricionários no quintil 1 seja maior que a média dos *accruals* no quintil 5 (Tabela 13), não é possível afirmar que sejam menores sob o ponto de vista estatístico já que a significância apresenta valor acima de 10%. Diante disto, considerando a *proxy* de Governança Corporativa utilizada, a amostra e o período de análise, os resultados sugerem que empresas que apresentam mais atributos de Governança Corporativa não apresentam menos indícios de Gerenciamento de Resultados. Estes resultados apresentam-se semelhantes aos de Cardoso *et al.* (2006) que também utilizaram testes não paramétricos para evidenciar possíveis diferenças de intensidade de gerenciamento de resultados entre níveis diferenciados de governança corporativa.

4.5.1.1 Análise de diferenças para o constructo Transparência

O *score* médio obtido para o constructo Transparência e a média dos *accruals* discricionários das empresas que constam em cada quintil é apresentado Tabela 15.

Variáveis	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5
Score Transparência	0,38841	0,55152	0,65152	0,71212	0,76667
Accruals discricionários	0,09516	0,06347	0,06181	0,06001	0,06132

Tabela 15: Score de transparência e média dos *accruals*
Fonte: o autor

A seguir, na Tabela 16 é apresentada a média e a soma do ranking para medição da estatística teste Mann Whitney de diferença de médias. O objetivo é verificar se a média dos *accruals* discricionários das empresas que pertencem ao quintil mais elevado de transparência é menor que a média de *accruals* das empresas que compõe o quintil Q1.

Variável	Quintis	Média do Ranking	Soma do Ranking	Estatística teste Mann Whitney	Significância
AD (valores absolutos)	1	72,64	5012,00	-1,409	0,080
	5	63,15	4168,00		

Tabela 16: Estatística Mann Whitney para o constructo Transparência
Fonte: o autor

Ao nível de significância de 10%, pode-se afirmar que a média de *accruals* discricionários das empresas que estão no quintil Q5 é menor que os *accruals* das empresas do quintil Q1. Este resultado sugere que empresas com mais atributos de transparência podem apresentar menos indícios de Gerenciamento de Resultados.

4.5.1.2 Análise de diferenças para o constructo composição e funcionamento

O *score* médio obtido para o constructo Composição e Funcionamento e a média dos *accruals* discricionários associados às empresas que constam em cada quintil é apresentado Tabela 17.

Variáveis	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5
Score Composição e Funcionamento	0,16812	0,36970	0,44848	0,56364	0,74242
Accruals discricionários	0,08283	0,07271	0,05677	0,07815	0,05186

Tabela 17: Score de Composição e Funcionamento e média dos *accruals*
Fonte: o autor

A seguir na Tabela 18 é apresentada a média e a soma do ranking para medição da estatística teste Mann Whitney de diferença de médias. Busca-se verificar se a média dos *accruals* discricionários das empresas que pertencem ao quintil mais elevado de Composição e Funcionamento é menor que a média de *accruals* das empresas que compõe o quintil mais baixo.

Variável	Quintis	Média do Ranking	Soma do Ranking	Estatística teste Mann Whitney	p-value
AD (valores absolutos)	1	74,51	5141,00	-1,976	0,024
	5	61,20	4939,00		

Tabela 18: Estatística Mann Whitney para o constructo Composição e funcionamento
Fonte: o autor

Resultados semelhantes ao constructo de Transparência foram encontrados para o constructo Composição e Funcionamento. Ao nível de significância de 5%, a partir dos resultados da Tabela 18, é possível constatar que a média de *accruals* discricionários das empresas que estão no quintil Q5 é menor do que a media das empresas do quintil Q1. Este resultado sugere que empresas com mais atributos de Governança Corporativa, relacionados à atuação do Conselho de Administração e presença de conselho fiscal permanente, podem exercer influência sobre a menor incidência de Gerenciamento de Resultados. Resultados semelhantes de pesquisas

internacionais indicam a efetividade da cúpula da gestão, representada pelos Conselhos de Administração, em impor restrições a práticas discricionárias de gestão (PEASNELL, POPE e YOUNG, 2000; XIE, DAVIDSON e DADALT, 2001; CHTOUROU, BÉDARD, COURTEAU, 2001)

4.5.1.3 Análise de diferenças para o constructo Controle e Conduta

A Tabela 19 apresenta relação inversa ao esperado para os *scores* de Controle e Conduta e *accruals* discricionários. Observa-se que o score médio das empresas que pertencem ao quintil com mais atributos de governança para este constructo, apresentam maiores médias de *accruals* discricionários.

Variáveis	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5
Score Controle e conduta	0,41123	0,51136	0,58144	0,67803	0,82008
Accruals discricionários	0,04565	0,07344	0,06476	0,09599	0,06333

Tabela 19: Score de Controle e Conduta e média dos *accruals*

Fonte: o autor

Ainda que a Tabela 20 demonstre existência de diferença estatisticamente significativa ao nível de 5% entre os *accruals* do quintil 5 e quintil 1, esta diferença apresenta associação inversa ao que é esperado já a média dos *accruals* discricionários do quintil 5 é maior que do quintil 1.

Variável	Quintis	Média do Ranking	Soma do Ranking	Estatística teste Mann Whitney	Significância
AD (valores absolutos)	1	62,71	4237,00	-1,607	0,054
	5	73,53	4853,00		

Tabela 20: Estatística Mann Whitney para o constructo Controle e Conduta

Fonte: o autor

4.5.1.4 Análise de diferenças para o constructo de Análise e Discussão de Resultados Financeiros

Para a análise do constructo Discussão e Análise de Resultados Financeiros pode-se verificar que a média dos *accruals* discricionários das empresas que estão no quintil Q5 são menores que a média do quintil Q1 (Tabela 21). Entretanto, esta

diferença não se apresenta estatisticamente significativa como pode se verificar na Tabela 22. Pode-se observar ainda que a dispersão da média dos scores de governança e dos *accruals* é elevada neste constructo.

Variáveis	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5
Score de Discussão Dos Resultados Financeiros	0,00145	0,05606	0,09091	0,14848	0,24091
<i>Accruals</i> discricionários	0,07285	0,10034	0,04799	0,05250	0,06910

Tabela 21: Score de Discussão e Análise de Resultados Financeiros e média dos *accruals*

Fonte: o autor

Diante disto, não se pode sugerir que mais elevados *scores* na análise de resultados financeiros estejam associados a menores indícios de Gerenciamento de Resultados.

Variável	Quintis	Média do Ranking	Soma do Ranking	Estatística teste Mann Whitney	Significância
AD (valores absolutos)	1	69,77	4814,00	-0,537	0,297
	5	66,15	4366,00		

Tabela 22: Estatística Mann Whitney para o constructo Análise e Discussão de Resultados Financeiros

Fonte: o autor

4.5.1.5 Análise de diferenças para o constructo Direito de Acionistas

E finalizando a análise individual dos constructos que compõe o Índice Geral de Governança Corporativa, a Tabela 23 demonstra os *scores* obtidos para Direito de Acionistas.

Variáveis	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5
Score Direito de Acionistas	0,00000	0,00000	0,10101	0,33333	1,00000
<i>Accruals</i> discricionários	0,09747	0,05653	0,06287	0,06375	0,05943

Tabela 23: Score de Direito de Acionistas e média dos *accruals*

Fonte: o autor

Ao nível de significância de 10%, a partir dos resultados da Tabela 26, é possível constatar que a média de *accruals* discricionários das empresas que estão no quintil Q5 é menor do que a media das empresas do quintil Q1. Este resultado

sugere que atributos de Governança Corporativa relacionados à concessão de direitos adicionais a acionistas, podem exercer influência para menor incidência de Gerenciamento de Resultados.

Variável	Quintis	Média do Ranking	Soma do Ranking	Estatística teste Mann Whitney	Significância
AD (valores absolutos)	1	72,29	4988,00	-1,303	0,097
	5	63,52	4192,00		

Tabela 24: Estatística Mann Whitney para o constructo Direitos de Acionistas

Fonte: o autor

Diante disto, verifica-se não haver associação estatisticamente significativa entre o índice de Governança Corporativa e Gerenciamento de Resultados quando estas variáveis são analisadas isoladamente. Entretanto, esta relação se altera quando os constructos que compõe o índice amplo de Governança Corporativa são analisados individualmente. A análise individualizada por constructo sugere que empresas com mais atributos de Transparência, Composição e Funcionamento e Concessão de Direitos a Acionistas, apresentam menores indícios de Gerenciamento de Resultados.

4.5.2 – Resultados da Análise Multivariada

Nesta etapa, será verificada a relação funcional entre as variáveis de pesquisa discutida na etapa de procedimentos metodológicos (item 3.10). O objetivo é verificar o comportamento da variável IGGC e das variáveis de controle ALAV, TAM e ROA em relação aos *accruals* discricionários. Conforme estabelecido, espera-se relação inversa entre Gerenciamento de Resultados e Governança Corporativa. Portanto, um sinal negativo e estatisticamente significativo para o coeficiente da variável IGGC.

Considerando que a amostra compreende 111 empresas num período de 3 anos, verificou-se inicialmente qual a melhor abordagem para representação dos dados podendo ser a forma *pooled*, painel de efeitos fixos ou efeitos aleatórios. Para identificar qual a forma adequada de representação, verifica-se se as unidades de corte transversal (empresas da amostra) têm interceptos diferentes uma das outras. A hipótese nula é de que as empresas da amostra têm coeficientes angulares (ou

intercepto) iguais, o que indicaria a utilização da abordagem *pooled*. Os resultados do teste de hipótese de diferença de interceptos estão são apresentados na Tabela 25.

Nº de Empresas	Comprimento da série temporal	Observações	Estatística teste	Significância
111	3 anos	333	0,95092	0,612083

Tabela 25: Teste para diferenciação de interceptos. Teste Breusch-Pagan
Fonte: o autor

A estatística teste se mostrou não significativa o que não permite rejeitar a hipótese nula de igualdade dos interceptos das empresas. Estes resultados indicam que o modelo de efeitos fixos não é o mais adequado para representação dos dados.

Em seguida, na Tabela 26 são demonstrados os coeficientes da regressão da forma funcional proposta. Abaixo dos regressores são apresentados, entre parênteses, os resultados individuais da estatística *t* de cada variável. É apresentado o coeficiente de determinação (R^2) e o resultado do teste F para o modelo. Adicionalmente, apresenta-se na Tabela 26 os coeficientes da regressão considerando como *proxy* de Governança Corporativa os níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC). NDGC é uma variável *dummy* que tem o objetivo de diferenciar as empresas que pertencem a níveis diferenciados de governança daquelas que não pertencem.

A Tabela 18 demonstra que o IGGC tem efeito positivo e estatisticamente significativo, ao nível de 5%, sobre os *accruals* discricionários. Adicionalmente, ao nível de 10%, a variável de controle TAM mostrou-se significativa mantendo o sinal de acordo com o esperado. Quanto às variáveis de controle ALAV e ROA, estas mantiveram o sinal esperado e apresentam-se significativas ao nível de 1%. No modelo em que a governança corporativa é observada a partir da variável *dummy* NDGC, o coeficiente desta variável não se apresenta significativamente diferente de zero. O mesmo ocorre com a variável TAM. Já as variáveis ALAV e ROA mantêm-se significativas.

Variável dependente: Accruals Discricionários			
IGGC	0,069** (2,230)	NDGC	0,000 (-0,1197)
TAM	-0,004* (-1,721)	TAM	-0,001 (-0,6829)
ALAV	0,103*** (14,270)	ALAV	0,103*** (14,150)
ROA	0,066*** (2,880)	ROA	0,065*** (2,850)
Intercepto	0,018	Intercepto	0,009
Teste F	63,24***	Teste F	60,80
R ²	43,54%	R ²	42,58%

Tabela 26: MQO agrupado para o IGGC e NDGC
Fonte: o autor

Considerando os resultados apresentados na Tabela 19 e a forma funcional de relação linear esperada para os *accruals* discricionários, IGGC e demais variáveis de controle, a equação 14 apresentada no item 3.10 pode ser reescrita da forma abaixo¹¹:

$$AD_{it} = 0,018 + 0,069IGGC + 0,103ALAV - 0,004TAM + 0,066DES$$

Diante dos coeficientes estimados a partir do tratamento estatístico proposto por este trabalho, os resultados sugerem associação positiva e estatisticamente significativa entre *accruals* discricionários e Governança Corporativa. Estes resultados representam o oposto da relação esperada e não apóiam a hipótese de que atributos de governança podem exercer efeito negativo sobre os *accruals* discricionários, o que não permite a rejeição da hipótese H_0 . Ainda que as variáveis de controle tenham-se mantido significativas e com os sinais dentro do esperado tanto na análise bivariada quanto multivariada, deve-se realçar que sob uma perspectiva multivariada e para esta amostra, não é possível afirmar que atributos

¹¹ Os resultados da análise de pressupostos da regressão apresentada no item 4.5.2 são: 1) Multicolinearidade: i) variável IGGC: 1,134; ii) TAM: 1,238; iii) ALAV: Alavancagem: 1,103; vi) ROA: 1,049; 2) homocedasticidade: regressão efetuada pelo método robusto a erros de heteocedasticidade; 3) Normalidade dos resíduos: a hipótese de normalidade dos resíduos foi rejeitada indicando que os resíduos não apresentam distribuição normal.

de Governança Corporativa refletem-se em menor propensão a Gerenciamento de Resultados.

Embora pesquisas internacionais evidenciem que boas práticas de governança corporativa exerçam influência mitigadora sobre a discricionariedade da gestão e que o funcionamento de mecanismos de governança pode resultar em melhor qualidade das informações contábeis, no ambiente brasileiro não foi possível comprovar esta hipótese. Os resultados da presente pesquisa, diferente da maioria de estudos internacionais (BEKIRIS e DOUKAKIS, 2011; SHEN e CHIH, 2007; JIANG *et al.*, 2008), sugerem que, na média, não é possível inferir sobre a existência de uma relação inversa entre modelos de Governança Corporativa e a incidência de Gerenciamento de resultados no mercado brasileiro.

Nesta direção, pesquisas nacionais também não evidenciaram que a adesão a boas práticas de Governança Corporativa está associada ao menor envolvimento de empresas de capital aberto com o gerenciamento de resultados (RAMOS e MARTINEZ, 2006; CARDOSO *et al.*, 2006). Apesar do percurso metodológico utilizado nesta pesquisa ter sido diferente das pesquisas nacionais anteriores que abordaram a mesma temática, os resultados encontrados são semelhantes em sugerir que mecanismos Governança Corporativa não apresentam relação inversa com o Gerenciamento de Resultados.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta dissertação teve como objetivo verificar a relação entre Gerenciamento de Resultados contábeis e Governança Corporativa. Para isto, foi utilizada uma *proxy* de Governança Corporativa proposta por estudos anteriores que contemplou as dimensões de Transparência, Composição e funcionamento do Conselho de Administração, Controle e Conduta, Discussão e Análise de Dados Financeiros e Direitos de Acionistas. Como *proxy* de Gerenciamento de Resultados utilizou-se os *accruals* discricionários estimados a partir de variáveis instrumentais conforme modelo econométrico proposto Kang Sivaramakrishnan (1995).

A *proxy* de Governança Corporativa foi medida por meio de um índice amplo composto por 31 perguntas aplicadas em uma amostra de 111 empresas brasileiras com ações negociadas na BM&FBOVESPA no período de 2008 a 2009. Para a construção da *proxy* de Gerenciamento de Resultados foram utilizadas como fonte as demonstrações financeiras Balanço patrimonial e Demonstração do resultado do exercício de 2008 a 2010. Entretanto, para obtenção de informações contábeis relativas à construção das variáveis instrumentais necessárias para estimação dos *accruals* discricionários por meio do método de mínimos quadrados de estágios (MQ2E), foram necessários dados contábeis de 2005, 2006 e 2007. Neste estudo, tem-se como variável dependente o Gerenciamento de Resultados e como variáveis independentes o índice de Governança Corporativa e as variáveis de controle tamanho da empresa, nível de alavancagem e desempenho.

Mediante revisão teórica verificou-se que Gerenciamento de Resultados constitui uma ação proposital da gestão para alterar o reporte sobre o desempenho subjacente da empresa cujas motivações que lhe dão causa podem estar vinculadas ao mercado de capitais, motivações regulamentares e contratuais. Por outro lado, a Governança Corporativa está relacionada aos reflexos da separação da propriedade e controle e à constituição de mecanismos que buscam atenuar problemas de agência entre investidores e gestores. Diante disto, conjecturou-se que a relação entre estas duas variáveis é inversa, indicando que quão mais atributos de Governança Corporativa forem evidenciados pela companhia, menor sua propensão a gerenciar resultados.

A hipótese nula desta pesquisa é de que maiores níveis de Governança Corporativa não estão associados a menores níveis de Gerenciamento de Resultados contábeis. Para atingir o objetivo geral proposto, a relação entre as variáveis foi analisada de forma bivariada por meio de correlação linear, por meio da aplicação de testes não paramétricos de diferença de médias (Mann Whitney U) e abordagem multivariada com aplicação da abordagem *pooled*.

Ainda que esta análise de associação não indique relação de causa, a correlação linear indicou que não haver relação estatisticamente significativa entre a *proxy* de Gerenciamento de Resultados e a *proxy* de Governança Corporativa. Entretanto, constatou-se significância estatística e relação funcional dentro do esperado entre a *proxy* de Gerenciamento de Resultados e as variáveis de controle tamanho da empresa, alavancagem e desempenho.

Diante da oportunidade de aplicação do índice geral de Governança Corporativa (IGGC) dividido em cinco constructos de análise, foi possível a mensuração não só do índice geral por empresa, mas também o cálculo de índices individuais por constructo. Isto tornou possível a aplicação dos testes não paramétricos de diferença de médias em 6 etapas. Por meio do índice geral de Governança Corporativa, verificou-se que empresas que estão no quintil Q5 (quintil 5) e portanto, com mais atributos de governança, possuem menor média de *accruals* discricionários. Todavia esta diferença não se apresenta estatisticamente significativa. Observou-se que empresas com mais elevados *scores* de governança nos constructos (i) Transparência, (ii) Composição e Funcionamento e (v) Direito de acionistas, apresentam médias estatisticamente menores de *accruals* discricionários do que aquelas com menores *scores*. Para o constructo Controle e Conduta a relação encontrada foi estatisticamente significativa, contudo com a maior média de *accruals* nas empresas com maiores *scores* de governança, portanto fora do esperado. E para o constructo Discussão e Análise de Dados Financeiros observou-se que empresas com maiores *scores* possuem menor média de *accruals*, mas esta diferença não é estatisticamente significativa.

Na relação multivariada o sinal obtido para a variável independente índice geral de Governança Corporativa (IGGC) foi significativo, contudo diferente do

esperado. Para as variáveis de controle os sinais obtidos na análise multivariada foram os mesmos da relação bivariada mantendo-se significativas estatisticamente. Os resultados obtidos não satisfazem a expectativa teórica de que o índice amplo de Governança Corporativa aplicado nesta amostra esteja negativamente relacionado com a *proxy* de Gerenciamento de Resultados. Diante disto, não foi possível rejeitar a hipótese nula da pesquisa.

Pesquisas contemporâneas demonstram que gestores têm motivações para agir com discricionariedade, e comportamentos decorrentes destas motivações podem tomar forma por meio da prática de Gerenciamento de Resultados contábeis. Pode-se observar que a evolução de mecanismos de Governança Corporativa está relacionada à separação da propriedade e controle, o que é característico em corporações modernas. É esperado que o estabelecimento de modelos de Governança Corporativa possibilite a redução dos conflitos de agência em diversas instâncias da estrutura organizacional. Ademais, mecanismos de governança podem exercer influência sobre a credibilidade da informação contábil gerada pelas organizações. Apesar dos argumentos realçarem a hipótese de que mecanismos de Governança podem impor restrições a prática de gerenciamento de resultados, os resultados obtidos por nesta pesquisa não sugerem isto. Embora as constatações não se distanciem de achados de pesquisas nacionais de temática semelhante, diferem-se das constatações de uma série de pesquisas internacionais que em sua maioria evidenciam a associação inversa entre Governança Corporativa e gerenciamento de resultados contábeis.

Embora o índice de Governança Corporativa utilizado nesta pesquisa esteja apoiado em pesquisas anteriores, a não utilização de métodos estatísticos para evidenciar a confiabilidade dos constructos que compõe o índice amplo de governança, pode representar uma limitação para evidenciação da relação proposta. Adicionalmente a isto, a combinação de índices de governança com uma série temporal mais extensa de dados contábeis, pode capturar modificações de políticas contábeis capazes de identificar níveis mais pronunciados de gerenciamento de resultados na amostra.

Como sugestão para futuras pesquisas propõe-se:

- Investigar a relação Gerenciamento de Resultados e Governança Corporativa mediante a utilização de índices amplos compostos de atributos governança além daqueles propostos neste trabalho. Paralelamente a esta investigação, examinar a confiabilidade destes instrumentos de pesquisa por meio de métodos estatísticos (alfa de Cronbach, por exemplo).
- Examinar possível associação teórica e empírica entre o gerenciamento de resultados e práticas de *disclosure* voluntário de empresas brasileiras de capital aberto.

REFERÊNCIAS

ADKINS, Lee C., **Using Gretl for Principles of Econometrics**. Disponível em: <http://www.learneconometrics.com/gretl/ebook.pdf>. Acesso em: 01.09.2011.

ALBUQUERQUE, João Henrique Medeiros; ANDRADE, Cacilda Soares de; MONTEIRO, Geiziane Braga. Um estudo sob a ótica da teoria do agenciamento sobre a *accountability* e a relação Estado-sociedade. In: CONGRESSO USP DE CONTABILIDADE E CONTROLADORIA, 7., 2007, São Paulo. **Anais do Congresso USP 2007**, 2007. 1 CD-ROM.

ALENCAR, Roberta. **Nível de *disclosure* e custo do capital próprio no mercado brasileiro**. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

ALMEIDA, José Elias Feres; ALMEIDA, Juan Carlos Goes. Auditoria e Earnings management: Um estudo empírico nas empresas de capital aberto auditadas pelas Big Four e demais firmas de auditoria. In: CONGRESSO USP DE CONTABILIDADE E CONTROLADORIA, 7., 2007, São Paulo. **Anais do Congresso USP 2007**, 2007. 1 CD-ROM.

ALMEIDA, José Elias Feres; LOPES Alexsandro Broedel; TONIATO, João; COSTA, Fábio Moraes. Earning management and industry classification in Brazil: an exploratory investigation. In CONGRESSO USP DE CONTABILIDADE E CONTROLADORIA, 5., 2005, São Paulo. **Anais do Congresso USP 2005**, 2005. 1 CD-ROM.

ALMEIDA, Moisés Araújo. **Evolução das Práticas de Governança Corporativa e Desempenho das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não listadas em Bolsa**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal de Pernambuco. Recife, 2008.

ALMEIDA, Moisés Araújo. SANTOS, Josete Florêncio. FERREIRA, Lúcio Flávio Vieira de Medeiros. TORRES, Fernando José Vieira. Evolução da Qualidade das Práticas de Governança Corporativa: um Estudo das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa. **Revista de Administração Contemporânea - RAC**, v.14, No.5, p.907-924, 2010.

BAPTISTA, Evelyn Maria Bóia. Análise do perfil das empresas brasileiras segundo nível o nível de gerenciamento de resultados – Uma abordagem multivariada. In: III CONGRESSO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS, 2009, São Paulo. **Anais do ANCONT 2009**, 2009. 1 CD-ROM.

BARTOV, Eli; GUL, Ferdinand; TSUI, Judy. Discretionary-Accruals Models and Audit Qualifications. **Working Paper Series, January, 2000**. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=214996>>. Acesso em Janeiro de 2012.

BEKIRIS, F. V., DOUKAKIS, L. Corporate Governance and Accruals Earnings Management. **Managerial and Decision Economics**, v.32, p-439-456, 2011.

BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. **A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada**. São Paulo: Nova Cultural, 1988.

BEUREN, Ilse Maria. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2009.

BOWEN, R., RAJGOPAL, S., VENKATACHALAM, M. Accounting Discretion, Corporate Governance and Firm Performance. **Contemporary Accounting Research**, v. 25, n. 02, p-351-405, 2008.

BROWN, Laurence D.; CAYLOR, Marcus L. Corporate Governance and Firm Valuation. **Journal of Accounting and Public Policy**, v.25, p.409-434, 2006.

BURGSTALER, D., DICHEV, I. Earnings management to Avoid earnings decrease and losses. **Journal of Accounting and Economics**, v.24, No.1, p.99-126, 1997.

BUSHMAN, Robert M.; SMITH, Abbie J. Financial Accounting Information and Corporate Governance. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32 p. 237–333, 2001.

CARDOSO, Ricardo Lopes. Governança Corporativa ou Gerenciamento de Resultados? **Revista Brasileira de Contabilidade**, n.150, p. 18-37, Novembro, 2004.

CARDOSO, Ricardo Lopes; AQUINO, André Carlos Busanelli; ALMEIDA, José Elias Feres; NEVES, Antônio José Barbosa. Acumulações Discricionárias, Liquidez e Governança Corporativa Divulgada no Brasil. In: XXX ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 2006, Salvador. **Anais do ENANPAD 2006**, 2006. 1 CD-ROM.

CARDOSO, Ricardo Lopes; MARTINEZ, Antonio Lopo. Gerenciamento de resultados contábeis no Brasil mediante decisões operacionais. In: XXX ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 2006, Salvador. **Anais do ENANPAD 2006**, 2006. 1 CD-ROM

CARVALHAL-DA-SILVA, André Luiz; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. **Governança Corporativa**. São Paulo: Ed. Atlas, 2007.

CARVALHAL-DA-SILVA, André Luiz; LEAL, Ricardo Pereira. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, No 1, p.1–18, 2005.

CHEN, Anlin; KAO, Lanfeng; TSAO, Meilan. Building a Corporate Governance Index from the Perspectives of Ownership and Leadership for Firms in Taiwan. **Working Paper Series, March, 2007**. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=972534>>. Acesso em Janeiro de 2012.

CHEN, Ken Y.; ELDER, Randal J.; HSIEH, Yung-Ming. Corporate Governance and Earnings Management: The Implications of Corporate Governance Best-practices Principles for Taiwanese Listed Companies. **Accepted Paper Series, April, 2007**. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=981926>>. Acesso em Janeiro de 2012.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J.; LANG, L. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **Journal of Finance**, v.57, p.2741-2771, 2002.

COELHO, Antônio Carlos. LOPES, Alexsandro Broedel. Avaliação Da Prática de apropriação discricionária na Apuração de Lucro Por Companhias Abertas Brasileiras Conforme Seu Grau de Alavancagem. In: XXIX ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONALDOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 2005, Brasília. **Anais do ENANPAD 2005**, 2005. 1 CD-ROM.

COELHO, Antonio Carlos; LIMA, Iran Siqueira. Gerenciamento de resultados contábeis no Brasil: Comparação entre companhias de capital fechado e de capital aberto. In: XXXI ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONALDOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 2007, Rio de Janeiro. **Anais do ENANPAD 2007**, 2007. 1 CD-ROM.

COMIER, Denis. MARTINEZ, Isabelle. **Voluntary Disclosure of Management Earnings in French IPO's: The Impact on the Quality and Relevance of Reported Earnings**. Disponível em: <<http://www.ssrn.com>>. Acesso em: 10 fevereiro de 2011.

COMISKEY e MULFORD. **The financial numbers games: detecting creative accounting practices**. New York: Wiley & Sons, 2002.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). *Pronunciamento conceitual básico*. Brasília: 2008. Disponível em <http://www.cpc.org.br/pdf/pronunciamento_conceitual.pdf>. Acesso em: 03.03.2011.

COOPER, Donald R.; SCHINDLER, Pamela S. **Métodos de pesquisa em administração**. 7 ed. – Porto Alegre: Bookman, 2003.

CORE, J.E.; GUAY, W.R.; RUSTICUS, T.O. Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and analysts' expectations. **Journal of Finance**, v. 61, p. 655-687.

CORRAR, Luiz João; PAULO, Edilson; DIAS FILHO, José Maria; RODRIGUES, Adriano. **Análise multivariada para os cursos de administração, ciências contábeis e economia**. Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras – FIPECAFI. São Paulo: Atlas, 2009.

CORREIA, Laíse F., AMARAL, Hudson F., Arcabouço teórico para estudos de Governança Corporativa: Os pressupostos subjacentes à Teoria da agência. **Revista de Gestão da USP**, v.15, n.3, p.01-10, 2008.

CORREIA, Laíse Ferraz; AMARAL, Hudson Fernandes. Arcabouço Teórico para os Estudos de Governança Corporativa: Os Pressupostos Subjacentes à Teoria da Agência. **Revista de Gestão USP**. v.15, p. 01-10, 2008.

CUPERTINO, Cesar Medeiros. Gerenciamento Fraudulento de Resultados Contábeis: o caso banco nacional. In: XXVIII ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 2004, Curitiba. **Anais do ENANPAD** 2004, 2004. 1 CD-ROM.

CVM, Comissão de Valores mobiliários. Ofício-circular CVM/SNC/SEP Nº 01/2007, p.12-13.

DeANGELO, Linda E. Accounting numbers as market valuation substitutes: a study of management buyouts of public stockholders. **The Accounting Review**, v.61, p.400-420, 1986.

DECHOW, P.M., KOTHARI, S. P., Watts, R.L. The relation between earnings and cash flows. **Journal of Accounting and Economics**, v.25, No.2, p.133-168, 1998.

DECHOW, P.M., SKINNER, D. Earnings Management: reconciling the views of accounting academics, practitioners and regulators. **Accounting Horizons**, v.14, No.2, p.235-250, 2000.

DECHOW, Patricia M. SLOAN, Richard G and Sweeny, Amy P. Causes and Consequences of Earnings Manipulation: and analysis of firms subject to enforcement actions by SEC. **Contemporary Accounting Research**, v.13, No. 1, p.1-36, 1996.

DECHOW, Patricia.M., SLOAN, R.G., SWEENEY, A.P. Detecting Earnings Management. **The Accounting Review**. v. 70, No. 2, p.193-225, 1995.

DECOURT, Roberto Frota; MARTINEWSKI, André Luis; NETO, José de Pietro. Existe gerenciamento de resultados nas empresas com ações negociadas na BOVESPA? In: CONGRESSO USP DE CONTABILIDADE E CONTROLADORIA, 7., 2007, São Paulo. **Anais do Congresso USP** 2007, 2007. 1 CD-ROM.

DENIS, Diane; McCONNELL John J. International corporate governance, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 38, p. 1-36, 2003.

DURNEV, A.; KIM, E.H. To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. **The Journal of Finance**, v.70, p. 1491-1493, 2005.

EISENHARDT, Kathleen M. Agency Theory: An Assessment and Review. **The Academy of Management**. v. 14, No. 1, p. 57-74, Jan, 1989.

FAMA, Eugene F. Agency Problems and the Theory of the Firm. **The Journal of Political Economy**, v. 88, No. 2, p. 288-307, 1980.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of Ownership and Control. **Journal of Law and Economics**. v. XXVI, June 1983. Disponível em <http://papers.ssrn.com/abstract=94034>. Acesso: 13.01.2011.

FIELD, Andy. **Descobrimos estatística usando SPSS**. Tradução: Lorí Viali. – 2. ed. – Porto Alegre: Artmed, 2009.

FORMIGONI, Henrique; ANTUNES, Maria Thereza Pompa; PAULO, Edilson. Diferença entre o lucro contábil e lucro tributável: uma análise sobre o gerenciamento de resultados contábeis e gerenciamento tributário nas companhias abertas brasileiras. In: I CONGRESSO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS, 2007, Salvador. **Anais do ANCONT 2007**, 2007. 1 CD-ROM.

GIL, Carlos Antonio. **Técnicas de Pesquisa em Economia**. São Paulo: Atlas, 1995.

GILLAN, Stuart L. Recent Developments in Corporate Governance: An Overview. **Journal of Corporate Governance**, v. 12, p. 381-402, 2006.

GILLAN, Stuart L. STARKS, Laura T. A survey of shareholder activism: Motivation and empirical evidence, **Contemporary Finance Digest**, v.3, p. 10-34, 1998.

GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. Corporate governance and equity prices. **Quarterly Journal of Economics**, v.118, p.107-155, 2003.

GONDRIGE, Enalto de Oliveira. **Fatores explicativos do disclosure voluntário das empresas brasileiras de capital aberto: um estudo sob a perspectiva da estrutura de governança corporativa e de propriedade**. Paraná. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Finanças) – Universidade Federal do Paraná. 2010.

GREENE, William H. **Econometrics Analysis**. New Jersey: Prentice Hall, 2003.

GU, Zhaoyang; LEE, Chi-Wen J.; ROSETT, Joshua G. What determines the variability of accounting accruals? **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v.24, p. 313-334, 2005.

GUJARATI, Damodar N. **Basic Econometrics**. 4th. Ed. Mcgraw-Hill, 2004.

GUJARATI, Damodar N. **Econometria Básica**. 3 Ed. Rio de Janeiro: Ed. Elsevier, 2005.

HEALY P. M.; WAHLEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**, v. 13, pp. 365-383. 1999.

HEALY, Paul M. The effects of bonus schemes of accounting decisions. **Journal of Accounting and Economics**, v.7, p.85-107, 1985.

HEALY, Paul Murray; PAPELU, Krishna G. Information Asymmetry, Corporate Disclosure and the Capital Markets: a review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n.1-3, p. 405-420, 2001.

HEALY, Paul Murray; WAHLEN, James Michael. A review of earnings management literature and its implications for standard setting. November, 1999. Disponível em: <<http://www.ssrn.com>>. Acesso em: 15 dezembro de 2010.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDA, Michael F. **Teoria da Contabilidade**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

IBGC. Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa. 2009. Disponível em: <www.ibgc.org.br>. Acesso em: 02.05.2011.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da Contabilidade**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu. GELBCKE, Ernesto Rubens; **Manual de contabilidade das sociedades por ações**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

JENSEN, Michael C. Organization Theory and Methodology. **The Accounting Review**. v.56, p. 319-338, 1983.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal Of Financial Economics**, v.3, No. 4, p. 305-350, 1976.

JIANG, W. LEE, P. ANANDARAJAN, A. The association between corporate governance and earnings quality: further evidence using the GOV-score. **Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting** v. 24: 193-228, 2008.

JONES, J. J. Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research**. v. 29, n. 2, p. 193-228, 1991.

JONES, Jennifer J. Earnings Management during import relief investigation. **Journal of Accounting Research**, v.29, p.193-228, 1991.

KANG, S.H. A conceptual and empirical evaluation of accrual prediction models. **Working paper series, February, 1999**. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=147259>>. Acesso: 12.06.2011.

KANG, S.H.; SIVARAMAKRISHNAN, K.; Issues in testing earnings management: an instrumental variable approach. **Journal of Accounting Research**, v. 33 No.2, p.353-367, 1995.

KASZINIK, R. On the association between voluntary disclosure and earnings management. **Journal of Accounting Research**, v.37, No. 1, p. 57-81, 1999.

KENNEDY, Peter. **A guide to econometrics**. Cambridge: Mit Press, 1998.

KLAPPER, L.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, v. 10, p. 703-728, 2004.

KLEIN, April. Audit Committee, Board of Directors Characteristics and Earnings Management. **Working Paper Series, October, 2006**. <Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=246674>>. Acesso em Janeiro fde 2012.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florêncio; SHLEIFER, Andrei. VISHNY, Robert. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v.106, p.1113-1155.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florêncio; SHLEIFER, Andrei. VISHNY, Robert. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-27, October, 2000.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florêncio; SHLEIFER, Andrei. VISHNY, Robert. Investor protection and corporate valuation. **Journal of Finance**, p.3-53.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florêncio; SHLEIFER, Andrei;. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, v. 54, p. 471-517, 1999.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. **Metodologia Científica**. 2 Ed. São Paulo: Atlas, 1995.

LANZANA, Ana Paula. **Relação entre *disclosure* e Governança Corporativa das empresas brasileiras**. São Paulo. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. 2004.

LARCKER, D.F. RICHARDSON, S.A. Corporate Governance, accounting outcomes, and organizational performance. **The Accounting Review** 82: 963-1008, 2007.

LARCKER, David; RICHARDSON, Scott; TUNA, Irem. Corporate Governance, Accounting Outcomes and Organizational. **The Accounting Review**, v.82, p. 963-1008, 2007.

LEAL, Ricardo Pereira câmara. Governance practices and corporate value: a recent literature survey. **Revista de Administração**, v.39, p. 327-337, 2004.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; CARVALHAL-DA-SILVA, André; VALADARES, Sílvia Mourthé. Estrutura de controle e propriedade das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v.6, No. 1, p. 7–18, 2002.

LEITE, H.; SANVICENTE, A. Z. Valor patrimonial: usos, abusos e conteúdo informacional. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo: FGV, v. 30, n. 3, p. 17-31, 1990.

LEME, Jessica. PAULO, Edilson. **Gerenciamento de Resultados Contábeis e Anúncio dos Resultados Contábeis pelas Companhias Abertas Brasileiras**. In: XXXI ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 2007, Rio de Janeiro. **Anais do ENANPAD 2007**, 2007. 1 CD-ROM.

LEUZ, Christian; NANDA, Dhananjay; WYSOCKI, Peter D. Investor Protection and Earnings Management: An International Comparison. September 2002. **Working Paper series** Disponível em: <<http://ssrn.com>>. Acesso em 25/03/2011.

LEVINE, David M.; STEPHAN, David F.; KREHBIEL, Timothy C.; BERENSON, Mark L. **Estatística: Teoria e aplicações**. Tradução Teresa Cristina Padilha de Souza. Rio de Janeiro: LTC, 2008.

LIMA, J. B. N. de; TERRA, P. R. S. A Reação do mercado de capitais brasileiro à divulgação das informações contábeis. In: XXVII ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 2004, Curitiba. **Anais do ENANPAD 2004**, 2004. 1 CD-ROM

LOBO, J. Gerald; ZHOU, Jian. Disclosure Quality and Earnings Management. Março. **Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics**, v.8, p.1-20, 2001.

LOPES, Alexandro Broedel. **A Teoria dos Contratos, Governança Corporativa e contabilidade**, In: Teoria Avançada da Contabilidade. São Paulo: Ed. Atlas, 2004.

LOPES, Alexandro Broedel; Martins, Eliseu. **Teoria da Contabilidade: uma nova abordagem**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

LOPES, Alexandro Broedel; TUKAMOTO, Yhurika Sandra. Contribuição ao estudo do “gerenciamento” de resultados: uma comparação entre as companhias abertas brasileiras emissoras de ADRs e não-emissoras de ADRs. **Revista de administração**, São Paulo, V. 42, p.86-96, 2007.

LOPES, Alexsandro Broedel. IUDÍCIBUS, Sérgio. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Ed. Atlas, 2004.

LUIZ, Ivone Gonçalves; NASCIMENTO, Marília; PEREIRA, Luiz Cláudio dos Santos. Impacto do gerenciamento de resultados no retorno anormal: estudo empírico dos resultados das empresas listadas na bolsa de valores de São Paulo – Bovespa. In: CONGRESSO USP DE CONTABILIDADE E CONTROLADORIA, 8., 2008, São Paulo. **Anais do Congresso USP 2008**, 2008. 1 CD-ROM.

MARRAKCHI, Chtourou, Sonda, Bédard, Jean and Courteau, Lucie, **Corporate Governance and Earnings Management** (April 21, 2001). <http://ssrn.com/abstract=275053> acesso em 25/07/2011.

MARTINEZ, A. L.; RAMOS, Gizele Martins . Governança Corporativa e Earnings Management. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, Florianópolis, v.1, No. 6, p. 143-164, 2006.

MARTINEZ, Antônio Lopo. “**Gerenciamento” dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. São Paulo. Tese (Doutorado em Contabilidade e Controladoria) – Faculdade de Economia Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2001.

MARTINEZ, Antonio Lopo. Cobertura de Analistas, Erros de Previsão e *Earnings Management* no Brasil. In: XXXIII ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 2009, São Paulo. **Anais do ENANPAD** 2009, 2009. 1 CD-ROM.

MARTINEZ, Antônio Lopo. Detectando Earnings Management no Brasil: Estimando os accruals discricionários. **Revista de Contabilidade e Finanças - USP**, v.19, No.46, p.7-17, 2008.

MARTINEZ, Antonio Lopo. Novo mercado, auditoria e o gerenciamento de resultados por escolhas contábeis e por decisões operacionais no Brasil. In: CONGRESSO USP DE CONTABILIDADE E CONTROLADORIA, 9., 2009, São Paulo. **Anais do Congresso USP** 2009, 2009. 1 CD-ROM.

MARTINEZ, Antonio Lopo. Quando o conselho de administração e a auditoria evitam *earnings management*? Evidências empíricas para empresas brasileiras. In: CONGRESSO USP DE CONTABILIDADE E CONTROLADORIA, 8., 2008, São Paulo. **Anais do Congresso USP** 2008, 2008. 1 CD-ROM.

MARTINEZ, Antonio Lopo; FARIA, Mariana de Paula. Emissão de Debêntures e *Earnings management* no Brasil. In: XXXI ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 2007, Rio de Janeiro. **Anais do ENANPAD** 2007, 2007. 1 CD-ROM.

MARTINS, Eliseu (Org.). **Avaliação de empresas: da mensuração contábil e econômica**. 1 ed. São Paulo: Atlas, 2001.

MARTINS, Gilberto de Andrade; THEÓPHILO, Carlos Renato. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007.

MARTYNOVA, Marina; RENEBOOG, Luc. A Corporate Governance Index: Convergence and Diversity of National Corporate Governance Regulations. **Working**

Paper Series, February, 2010. <<http://ssrn.com/abstract=1557627>>. Acesso em Janeiro de 2012.

MCNICHOLS, F. Research design issues in earnings management studies. **Journal of Accounting and Public Policy**, n. 19, p. 313-345, 2000.

MEEK, Gary; ROBERTS, Clare; GRAY, Sid. Factors influencing voluntary annual report disclosure by U.S.; U.K.; and continental European multinational corporations. **Journal Of International Business Studies**, v.26, p. 555-572, 1995.

MENDONÇA, João Neto; BRUNI, Adriano Leal. Risco, Retorno e Equilíbrio: Existe associação entre indicadores contábeis e os retornos das ações negociadas na Bovespa? **Revista Gestão e Planejamento**, v. 1, No.10, p.78-90, 2004.

MOURAD, Nabil Ahmed. PARASKEVOPOULOS, Alexandre. **IFRS: Introdução às Normas Internacionais de Contabilidade**. São Paulo: Ed. Atlas, 2009.

NARDI, Paula Carolina Ciampaglia. NAKAO, Sílvia Hiroshi. Gerenciamento de Resultados e a Relação com o custo da dívida das empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Contabilidade e Finanças da USP**, v.20, No.50, p.77-100, 2009.

PATEL, S.; BALIC, A.; BWAKIRA, L. Measuring transparency and disclosure at firm-level in emerging markets. **Emerging Markets Review**, v.3, p.325-337, 2002.

PAULO, Edilson. Gerenciamento de resultados e a oferta pública de ações pelas companhias abertas brasileiras. In: XXX ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 2006, Salvador. **Anais do ENANPAD 2006**, 2006. 1 CD-ROM.

PAULO, Edilson. MARTINS, Eliseu. Análise da qualidade das informações contábeis nas companhias abertas. In: XXXI ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 2007, Rio de Janeiro. **Anais do ENANPAD 2007**, 2007. 1 CD-ROM.

PAULO, Edilson; CORRAR, Luiz João; MARTINS, Eliseu. Detectando gerenciamento de resultados pela análise de diferimento tributário. In: XXX ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 2006, Salvador. **Anais do ENANPAD 2006**, 2006. 1 CD-ROM.

PAULO, Edilson; LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco; LIMA, Iran. A influência da cobertura dos analistas financeiros sobre o gerenciamento de resultados das companhias abertas brasileiras. In: CONGRESSO USP DE CONTABILIDADE E CONTROLADORIA, 6., 2006, São Paulo. **Anais do Congresso USP 2006**, 2006. 1 CD-ROM.

PEASNELL, Ken V.; POPE, Peter F.; YOUNG, Steven. Board Monitoring and Earnings Management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals? **Working Paper Series**, January, 2001. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=249557>>. Acesso em Janeiro de 2012.

PEROBELLI, Fernanda; NESS Jr., Walter. Reação do Mercado Acionário a Variações Inesperadas nos Lucros das Empresas: um estudo sobre a eficiência informacional no mercado brasileiro. In: XXIV ENCONTRO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 2006, Florianópolis, **ANais do ENANPAD** 2006, 2006. 1 CD-ROM

PINHO, Rafaela Módolo de. COSTA, Fabio Moraes. Qualidade dos Accruals e persistência dos lucros em firmas brasileiras listadas na Bovespa. In: XXXII ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 2008, Rio de Janeiro. **Anais do ENANPAD** 2008, 2008. 1 CD-ROM.

RIVERA-CASTRO, Miguel Angel. MARTINEZ, Antonio Lopo. Income Smoothing como critério para montagem de carteiras: evidências empíricas no mercado brasileiro. In: XXXII ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 2008, Rio de Janeiro. **Anais do ENANPAD** 2008, 2008. 1 CD-ROM.

Ross, Steven A. The Economic Theory of Agency: The Principal's Problems. **American Economic Review**. v.63, p. 134-139, 1973.

SANCOVISCHI, Moacir; MATOS, Felipe Faissol Janot. Gerenciamento de Lucros: o que pensam administradores, contadores e outros profissionais de empresas no Brasil? In: XXVI ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 2002, Salvador. **Anais do ENANPAD** 2002, 2002. 1 CD-ROM.

SANDRONI, Paulo. **Novíssimo dicionário de economia**. São Paulo: Best Seller, 1999.

SAPOVADIA, VRAJLAL. Corporate Governance Index vis-à-vis Value Distribution Analysis. **Working Paper Series**, January, 2011 disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1752004>>. Acesso em Janeiro de 2012.

SCHERER, Luciano Márcio. **Valor Adicionado: análise empírica de sua relevância para as companhias abertas que publicam a demonstração do valor adicionado**. São Paulo. Tese (Doutorado em Contabilidade e Controladoria) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. 2006.

SCHIPPER, Katherine. Commentary on Earnings Management. **Accounting Horizons**, v. 3, p.91-102, 1989.

SHAH, Syed Zulfiqar; BUTT, Safdar A; HASSAN, Aarshad. Corporate Governance and Earnings Management: an Empirical Evidence From Pakistani Listed Companies. **European Journal of Scientific Research**, v. 26, p.624-638, 2009.

SHEN, C.; CHIH, H. Earnings management and corporate governance in Asia's emerging markets. **Corporate Governance: An international Review**, v.15 p. 999-1021. 2007

SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, June, 1997.

SILVA, Andre Luiz Carvalhal. **Governança corporativa e sucesso empresarial: Melhores práticas para aumentar o valor da firma**. São Paulo: Ed. Saraiva, 2006.

SILVA, Marcio de Souza e; GALDI, Fernando Caio. Gerenciamento de resultados: Estudo do efeito regulação e eleições presidenciais no mercado de capitais brasileiro. In: XXXII ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 2008, Rio de Janeiro. **Anais do ENANPAD 2008**, 2008. 1 CD-ROM.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. BARROS, Lucas Ayres B. de C. FAMÁ, Rubens. **Estrutura de Governança e Valor das Companhias Abertas Brasileiras**. Revista de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas, v. 43, n. 3, p. 50-64, 2003.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança Corporativa e estrutura de propriedade: determinantes da relação com o desempenho das empresas no Brasil**. São Paulo. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. 2004.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade São Paulo. São Paulo, 2004.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil**. São Paulo. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. 2002.

SILVEIRA, Alexandre do Miceli; BARROS, Lucas Ayres B. de C; FAMÁ, Rubens. Atributos Corporativos, Qualidade da Governança Corporativa e o Valor das Companhias Abertas Brasileiras. **Revista Brasileira de Finanças**, v.4, No.1, p.1-30, 2005.

SILVEIRA, Márcia Adriana Da. **Gerenciamento de resultados e Opções de Ações: uma pesquisa em companhias abertas do Brasil**. In: CONGRESSO USP DE CONTABILIDADE E CONTROLADORIA, 6., 2006, São Paulo. Anais do Congresso USP 2006, 2006. 1 CD-ROM.

SLOAN, Richard G. Financial accounting and corporate governance: a discussion. **Journal of Accounting and Economics**. USA, n. 32. p. 335-347, 2001.

SOARES, Edvaldo. **Metodologia Científica: lógica, epistemologia e normas**. São Paulo: Atlas, 2003.

SPENCE, Michael; ZECKHAUSER, Richard. Insurance, Information and Individual Action. **American Economic Review**, v.61, p.380-387, 1971.

STOCK, James; YOGO, Motohiro. Testing for weak instruments in linear IV regression, in Andrews, Donald W. K. and James H. Stock, eds, 'Identification and Inference for Econometric Models: Essays in Honor of Thomas Rothenberg', Cambridge University Press, p. 80-108.

TAFFAREL, Marinês. **A influência dos indicadores contábil-financeiros no valor das empresas brasileiras de capital aberto no curto prazo**. Paraná. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Finanças) – Universidade Federal do Paraná. 2009.

TAFFAREL, Marinês; CLEMENTE, Ademir. A influência dos indicadores contábil-financeiros nos preços das ações ordinárias, no curto prazo. In: XVIII Congresso Brasileiro de Custos, 2011, Rio de Janeiro. **Anais do CBC 2011**, 2011. 1 CD-ROM.

TEOH, Siew Hong; WELCH, Ivo; WONG, T. J. Earnings Management and the underperformance of seasoned equity offerings. **Journal of Financial Economics**, v. 50, p.63-99, 1998.

THOMAS, J.; ZHANG, X.J. Identifying Unexpected Accruals: a comparison of current approaches. **Journal of Accounting and Public Policy**, v.19, p.347-376, 2000.

TORRES, Damiana; BRUNI, Adriano Leal; RIVERA-CASTRO, Miguel Angel; MARTINEZ, Antônio Lopo. Estrutura de Propriedade e Controle, Governança Corporativa e o Alisamento de Resultados no Brasil. In: XXXIII ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 2009, São Paulo. **Anais do ENANPAD 2009**, 2009. 1 CD-ROM.

TUKAMOTO, Y.; LOPES, A. Contribuição ao estudo do “gerenciamento” de resultados: uma comparação entre as companhias abertas brasileiras emissoras de ADR's e não emissoras de ADR's. Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Controladoria da Universidade de São Paulo, 2004.

VALADARES, S.M.; LEAL, R.P.C. Ownership and control structure of Brazilian companies. **Abante**, v.3, n.1, p.29-56, 2000.

VERRECCHIA, Robert. **Discretionary Disclosure**. Journal of Accounting and Economics, v.5, p.179-194, 1983.

WATTS, Ross L.; ZIMMERMAN, Jerold L. **Positive Accounting Theory**. New Jersey: Prentice-hall, 1986.

WATTS, Ross L.; ZIMMERMAN, Jerold L. Positive accounting theory: a ten year perspective. **The Accounting Review**, v.65, n.1, p. 131-156, 1990.

WOOLDDRIGE, Jeffrey M. **Introdução à econometria**: uma abordagem moderna. São Paulo: Pioneira Thompson Learnings, 2006.

XIE, Biano; DAVIDSON, Wallace N.; DaDALT, Peter J. Earnings Management and Corporate Governance: The Roles of the Board and Audit Committee. **Working Paper Series, July, 2001**. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=304195>>. Acesso em Janeiro de 2012.

ZINGALES, Luigi. Corporate Governance. The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law, **Working Paper Series, June, 1998**. Disponível <<http://ssrn.com/abstract=46906>>. Acesso em Dezembro de 2012.

ANEXOS

ANEXO 1 – LISTA DE VALORES CRÍTICOS PARA O TESTE CRAGG DONALD

Table 5.2. *Critical values for the weak instrument test based on TSLS size*
(Significance level is 5%)

K_2	$n = 1, r =$				$n = 2, r =$			
	0.10	0.15	0.20	0.25	0.10	0.15	0.20	0.25
1	16.38	8.96	6.66	5.53				
2	19.93	11.59	8.75	7.25	7.03	4.58	3.95	3.63
3	22.30	12.83	9.54	7.80	13.43	8.18	6.40	5.45
4	24.58	13.96	10.26	8.31	16.87	9.93	7.54	6.28
5	26.87	15.09	10.98	8.84	19.45	11.22	8.38	6.89
6	29.18	16.23	11.72	9.38	21.68	12.33	9.10	7.42
7	31.50	17.38	12.48	9.93	23.72	13.34	9.77	7.91
8	33.84	18.54	13.24	10.50	25.64	14.31	10.41	8.39
9	36.19	19.71	14.01	11.07	27.51	15.24	11.03	8.85
10	38.54	20.88	14.78	11.65	29.32	16.16	11.65	9.31
11	40.90	22.06	15.56	12.23	31.11	17.06	12.25	9.77
12	43.27	23.24	16.35	12.82	32.88	17.95	12.86	10.22
13	45.64	24.42	17.14	13.41	34.62	18.84	13.45	10.68
14	48.01	25.61	17.93	14.00	36.36	19.72	14.05	11.13
15	50.39	26.80	18.72	14.60	38.08	20.60	14.65	11.58
16	52.77	27.99	19.51	15.19	39.80	21.48	15.24	12.03
17	55.15	29.19	20.31	15.79	41.51	22.35	15.83	12.49
18	57.53	30.38	21.10	16.39	43.22	23.22	16.42	12.94
19	59.92	31.58	21.90	16.99	44.92	24.09	17.02	13.39
20	62.30	32.77	22.70	17.60	46.62	24.96	17.61	13.84
21	64.69	33.97	23.50	18.20	48.31	25.82	18.20	14.29
22	67.07	35.17	24.30	18.80	50.01	26.69	18.79	14.74
23	69.46	36.37	25.10	19.41	51.70	27.56	19.38	15.19
24	71.85	37.57	25.90	20.01	53.39	28.42	19.97	15.64
25	74.24	38.77	26.71	20.61	55.07	29.29	20.56	16.10
26	76.62	39.97	27.51	21.22	56.76	30.15	21.15	16.55
27	79.01	41.17	28.31	21.83	58.45	31.02	21.74	17.00
28	81.40	42.37	29.12	22.43	60.13	31.88	22.33	17.45
29	83.79	43.57	29.92	23.04	61.82	32.74	22.92	17.90
30	86.17	44.78	30.72	23.65	63.51	33.61	23.51	18.35

Notes. The test rejects if g_{\min} exceeds the critical value. The critical value is a function of the number of included endogenous regressors (n), the number of instrumental variables (K_2), and the desired maximal size (r) of a 5% Wald test of $\beta = \beta_0$.

ANEXO 2 – MÍNIMOS QUADRADOS DE DOIS ESTÁGIOS

Modelo 1: TSLS, usando 333 observações

Variável dependente: Y (ACCRUALS TOTAIS)

Instrumentado: X1 X2 (CONFORME TABELA 4)

Instrumentos: const X14 X24 X3 (CONFORME TABELA 1)

	coeficiente	erro padrão	z	p-valor	
const	-0,0171665	0,0148583	-1,155	0,2479	
X1	0,229548	0,0782014	2,935	0,0033	***
X2	0,271311	0,0395981	6,852	7,30e-012	***
X3	-1,30524	0,277850	-4,698	2,63e-06	***
Média var. dependente	-0,027040	D.P. var. dependente		0,117087	
Soma resíd. quadrados	4,114715	E.P. da regressão		0,111834	
R-quadrado	0,124396	R-quadrado ajustado		0,116412	
F(3, 329)	20,77259	P-valor(F)		2,38e-12	
Log da verossimilhança	-755,7381	Critério de Akaike		1519,476	
Critério de Schwarz	1534,709	Critério Hannan-Quinn		1525,550	

Teste de Hausman -

Hipótese nula: as estimativas por MQO são consistentes

Estatística de teste assintótica: Qui-quadrado(2) = 22,1169

com p-valor = 1,57532e-005

Teste de instrumento fraco -

Mínimo autovalor de Cragg-Donald = 220,471

Valores críticos para o tamanho máximo desejado do TSLS, quando realizando testes a um nível nominal de 5% de significância:

tamanho	10%	15%	20%	25%
valor	7,03	4,58	3,95	3,63

O tamanho máximo é provavelmente inferior a 10%

ANEXO 3 – LISTA DE EMPRESAS DA AMOSTRA

Nome	Nome completo
AES Sul	AES Sul Distrib. Gaucha de Energia S/A
AES Tiete	AES Tiete S/A
Aliperti	Siderurgica J L Aliperti S/A
Alpargatas	Sao Paulo Alpargatas S/A
Ambev	Companhia de Bebidas Das Americas-Ambev
Ampla Energ	Ampla Energia e Servicos S/A
Bandeirante Energ	Bandeirante Energia S.A.
Baumer	Baumer S/A
Bic Monark	Bicicletas Monark S/A
Bombril	Bombril S/A
Brasil Telec	Brasil Telecom S/A
Braskem	Braskem S/A
Buettner	Buettner S/A - Industria e Comercio
Cacique	Cia Cacique Cafe Soluvel
Cambuci	Cambuci S/A
Casan	Cia Catarinense de Aguas e Saneamento - Casan
Cedro	Cia. de Fiacao e Tecidos Cedro Cachoeira
Ceee-Gt	Cia Est Geracao e Trans de En El Ceee-Gt
Celpe	Centrais Eletricas do Para S/A - Celpe
Celpe	Cia Energia de Pernambuco
Celul Irani	Celulose Irani S/A
Cemat	Centrais Eletricas Matogrossenses S/A
Cesp	Cesp - Companhia Energetica de Sao Paulo
Cia Hering	Cia Hering
Coelba	Cia Eletricidade da Bahia
Coelce	Companhia Energetica do Ceara - Coelce
Comgas	Companhia de Gas de Sao Paulo - Comgas
Company	Brookfield São Paulo Empreendimentos Imobiliarios S/A
Confab	Confab Industrial S/A
Cosern	Cia Energetica do Rio Grande do Norte
CPFL Piratininga	Companhia Piratininga de Forca e Luz
Cremer	Cremer S/A
Csu Cardsystem	Csu Cardsystem S/A
Cyrela Realty	Cyrela Brazil Realty S/A Emprs e Parts
Dasa	Diagnosticos da America S/A
Dimed	Dimed S/A - Distribuidora de Medicamentos
Dohler	Döhler S/A
Drogasil	Drogasil S/A

Duratex	Duratex S/A
Elekeiroz	Elekeiroz S/A
Elektro	Elektro Eletricidade e Servicos S/A
Eletropaulo	Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de Sao Paulo S/A
Emae	Emae-Empresa Metropolitana de Aguas e Energia S/A
Embraer	Embraer - Emp Brasileira Aeronautica S/A
Enersul	Empresa Energetica de M.S. S.A.
Escelsa	Espirito Santo Centrais Eletricas S.A.
Eternit	Eternit S. A.
Eucatex	Eucatex S/A Ind e Comercio
Even	Even Construtora e Incorporadora S/A
Excelsior	Excelsior Alimentos S/A
Fab C Renaux	Fab Tecidos Carlos Renaux S/A
Ferbasa	Cia Ferro Ligas Bahia Ferbasa
Fibria	Fibria Celulose S/A
Forjas Taurus	Forjas Taurus S/A
Ger Paranap	Duke Energy Int, Geracao Paranapanema S/A
Globex	Globex Utilidades S/A
Grazziotin	Grazziotin S/A
Guararapes	Guararapes Confeccoos S/A
Hoteis Othon	Hoteis Othon S/A
Iguacu Cafe	Cia. Iguacu de Cafe Soluvel
Ind Cataguas	Companhia Industrial Cataguases
Inds Romi	Industrias Romi S/A
Itautec	Itautec S/A - Grupo Itautec
Josapar	Josapar- Joaquim Oliveira S/A Particip
Karsten	Karsten S.A.
Kepler Weber	Kepler Weber S/A
Klabin S/A	Klabin S/A
Lojas Hering	Lojas Hering S/A
Lojas Renner	Lojas Renner S/A
Lupatech	Lupatech S/A
M. Diasbranco	M Dias Branco S/A Ind e Com de Alimentos
Marcopolo	Marcopolo S/A
Met Duque	Metalurgica Duque S/A
Metal Leve	Mahle Metal Leve S/A
Metisa	Metisa Metalurgica Timboense S/A
Millennium	Millennium Inorganic Chemicals do Brasil S/A
Oderich	Conservas Oderich S/A
Odontoprev	Odontoprev S/A
P.Acucar-Cbd	Companhia Brasileira de Distribuicao
Panatlantica	Panatlantica S/A

Petrobras	Petroleo Brasileiro S/A
Profarma	Profarma Distrib. Produtos Farmaceuticos S/A
Randon Part	Randon S/A Implementos e Participacoes
Rasip Agro	Rasip Agro Pastoril S/A
Recrusul	Recrusul S/A
Rio Gde Ener	Rge Rio Grande Energia SA
Riosulense	Metalurgica Riosulense S/A
Sabesp	Cia Saneamento Basico Estado Sao Paulo
Sanepar	Cia. de Saneamento do Parana - Sanepar
Sansuy	Sansuy S/A Industria de Plasticos.
Santanense	Companhia Tecidos Santanense
Saraiva Livr	Saraiva S/A Livreiros Editores
Schlosser	Cia Indl Schlosser S/A
Schulz	Schulz S/A
Sid Nacional	Companhia Siderurgica Nacional
Sondotecnica	Sondotecnica Engenharia de Solos S/A
Souza Cruz	Souza Cruz S/A
Suzano Papel	Suzano Papel e Celulose S/A
Tectoy	Tec Toy S/A
Teka	Teka Tecelagem Kuehnrich S/A
Tekno	Tekno S/A Industria e Comercio
Telemar N L	Telemar Norte Leste S/A
Telesp	Telecomunicacoes de Sao Paulo S/A-Telesp
Tractebel	Tractebel Energia S/A
Uol	Universo Online S/A
Usiminas	Usinas Siderurgicas de Minas Gerais S/A
Valefert	Vale Fertilizantes S/A
Vicunha Text	Vicunha Textil S/A
Wetzel S/A	Wetzel S/A
Whirlpool	Whirlpool S/A
Yara Brasil	Yara Brasil Fertilizantes S/A

ANEXO 4 – TESTE DE NORMALIDADE DAS VARIÁVEIS DE PESQUISA

Teste da normalidade: variável IGGC

Teste de Doornik-Hansen = 13,3449, com p-valor 0,00126527

Shapiro-Wilk W = 0,975947, com p-valor 2,31601e-005

Teste de Lilliefors = 0,117044, com p-valor \approx 0

Teste de Jarque-Bera = 11,4262, com p-valor 0,00330237

Teste da normalidade: variável *acrruals* discricionários

Teste de Doornik-Hansen = 2332,47, com p-valor 0

Shapiro-Wilk W = 0,558945, com p-valor 3,88589e-028

Teste de Lilliefors = 0,215644, com p-valor \approx 0

Teste de Jarque-Bera = 35433,3, com p-valor 0

Teste da normalidade: Ativo

Teste de Doornik-Hansen = 2,88196, com p-valor 0,236696

Shapiro-Wilk W = 0,990617, com p-valor 0,0319699

Teste de Lilliefors = 0,0453828, com p-valor \approx 0,09

Teste de Jarque-Bera = 2,76524, com p-valor 0,25092

Teste da normalidade: variável Alavancagem

Teste de Doornik-Hansen = 2493,89, com p-valor 0

Shapiro-Wilk W = 0,536978, com p-valor 1,09045e-028

Teste de Lilliefors = 0,241815, com p-valor \approx 0

Teste de Jarque-Bera = 41032,8, com p-valor 0

Teste da normalidade: Variável de ROA

Teste de Doornik-Hansen = 198,204, com p-valor 9,13001e-044

Shapiro-Wilk W = 0,716067, com p-valor 2,14934e-023

Teste de Lilliefors = 0,140046, com p-valor \approx 0

Teste de Jarque-Bera = 17684,3, com p-valor 0

ANEXO 5 – RESULTADOS DA REGRESSÃO E TESTE DE HIPÓTESE DE IGUALDADE DE INTERCEPTOS

Modelo 1: MQO agrupado, usando 333 observações

Incluídas 111 unidades de corte transversal

Comprimento da série temporal = 3

Variável dependente: AD

	coeficiente	erro padrão	razão-t	p-valor	
const	0,0178756	0,0316064	0,5656	0,5721	
IGGC	-0,0685145	0,0307195	-2,230	0,0264	**
Ativo	-0,00388307	0,00225647	-1,721	0,0862	*
Alavancagem	0,103367	0,00724513	14,27	2,91e-036	***
ROA	0,0661323	0,0229605	2,880	0,0042	***
Média var. dependente	0,068595	D.P. var. dependente		0,087161	
Soma resíd. quadrados	1,423966	E.P. da regressão		0,065889	
R-quadrado	0,435430	R-quadrado ajustado		0,428545	
F(4, 328)	63,24325	P-valor(F)		1,39e-39	
Log da verossimilhança	435,7005	Critério de Akaike		-861,4009	
Critério de Schwarz	-842,3602	Critério Hannan-Quinn		-853,8083	
rô	-0,006887	Durbin-Watson		1,342243	

Modelo 2: Efeitos-fixos, usando 333 observações

Incluídas 111 unidades de corte transversal

Comprimento da série temporal = 3

Variável dependente: AD

	coeficiente	erro padrão	razão-t	p-valor	
const	0,0154925	0,0361884	0,4281	0,6690	
IGGC	-0,0662108	0,0366000	-1,809	0,0718	*
Ativo	-0,00393267	0,00265470	-1,481	0,1399	
Alavancagem	0,107658	0,00912171	11,80	3,51e-025	***
ROA	0,0739420	0,0282891	2,614	0,0096	***
Média var. dependente	0,068595	D.P. var. dependente		0,087161	
Soma resíd. quadrados	0,962254	E.P. da regressão		0,066438	
R-quadrado	0,618488	R-quadrado ajustado		0,418982	
F(114, 218)	3,100093	P-valor(F)		3,83e-13	
Log da verossimilhança	500,9555	Critério de Akaike		-771,9110	
Critério de Schwarz	-333,9746	Critério Hannan-Quinn		-597,2810	
rô	-0,527869	Durbin-Watson		1,961782	

Teste para diferenciar interceptos de grupos -

Hipótese nula: Os grupos têm um intercepto comum

Estatística de teste: $F(110, 218) = 0,950921$

com p-valor = $P(F(110, 218) > 0,950921) = 0,612083$

APÊNDICE

APÊNDICE 1 – EXEMPLO ILUSTRATIVO DE APLICAÇÃO DO TESTE DE FRAQUEZA DE INSTRUMENTOS

Exemplo de aplicação da estatística teste Cragg Donald de fraqueza (força) de instrumentos. Exemplo extraído do livro Econometria Básica (GUJARATI, 2005).

Passo 1: Fazer a disposição de dados em colunas em linhas adequadamente e identificar as variáveis. Observando que se trata de uma série temporal.

Ano	Y_2	Y_1	X_1	X_2
1970	628,1	1.010,7	150,3	208,5
1971	717,2	1.097,2	175,5	224,3
1972	805,2	1.207,0	205,6	249,3
1973	861,0	1.349,6	243,1	270,3
1974	908,6	1.458,6	245,8	305,6
1975	1.023,3	1.585,9	226,0	364,2
1976	1.163,7	1.768,4	286,4	392,7
1977	1.286,6	1.974,1	358,3	426,4
1978	1.388,7	2.232,7	434,0	469,3
1979	1.496,7	2.488,6	480,2	520,3
1980	1.629,5	2.708,0	467,6	613,1
1981	1.792,9	3.030,6	558,0	697,8
1982	1.951,9	3.149,6	503,4	770,9
1983	2.186,1	3.405,0	546,7	840,0
1984	2.374,3	3.777,2	718,9	892,7
1985	2.569,4	4.038,7	714,5	969,9
1986	2.811,1	4.268,6	717,6	1.028,2
1987	2.910,8	4.539,9	749,3	1.065,6
1988	3.071,1	4.900,0	793,6	1.109,0
1989	3.227,3	5.250,8	832,3	1.181,6
1990	3.339,0	5.522,2	799,5	1.273,6
1991	3.439,8	5.677,5	721,1	1.332,7

Fonte: Gujarati (2005)

Em que:

Y_1 é o Produto Interno Bruto (PIB) dos EUA; Y_2 é a Oferta monetária (conceito M2); X_1 é o investimento bruto do setor privado; X_2 são os gastos do governo federal norte americano;

Passo 2: Estabelecer o modelo de regressão que se deseja verificar. Nesta etapa é definida a variável dependente e a(s) variável(eis) independente(s). Neste exemplo,

a variável dependente é a oferta monetária (Y_2) e a variável dependente é o PIB (Y_1). A partir daí tem-se a seguinte função:

$$Y_{2t} = \beta_0 + \beta_1 Y_{1t} + u_{2t} \quad (1)$$

Contudo, sabe-se que essa relação sofre do problema de correlação da variável independente (Y_{1t}) com o termo de erro. Portanto, o método de mínimos quadrados ordinários levará a estimação de coeficientes viesados. Para contornar este problema deve-se buscar uma *proxy* para a variável independente Y_{1t} .

Passo 3: Localizar uma variável instrumental. Uma variável instrumental é uma variável que embora correlacionada com a variável independente não é correlacionada com o termo de erro. No exemplo a variável Y_{1t} é estimada em função de X_1 e X_2 . Esta representa a regressão em primeiro estágio que é identificada pela seguinte relação:

$$\hat{Y}_{1t} = \beta_0 + \beta_1 X_{1t} + \beta_2 X_{2t} + u_{1t} \quad (2)$$

Rodando esta regressão têm-se os seguintes resultados:

Modelo 4: MQO, usando as observações 1970-1991 (T = 22)

Variável dependente: Y1

	coeficiente	erro padrão	razão-t	p-valor	
const	128,036	62,3531	2,053	0,0541	*
X1	0,516951	0,415130	1,245	0,2282	
X2	3,81264	0,260242	14,65	8,33e-012	***
Média var. dependente	3020,041		D.P. var. dependente	1534,458	
Soma resíd. quadrados	254650,8		E.P. da regressão	115,7699	
R-quadrado	0,994850		R-quadrado ajustado	0,994308	
F(2, 19)	1835,123		P-valor(F)	1,83e-22	
Log da verossimilhança	-134,1393		Critério de Akaike	274,2786	
Critério de Schwarz	277,5518		Critério Hannan-Quinn	275,0497	

rô

0,789476 Durbin-Watson

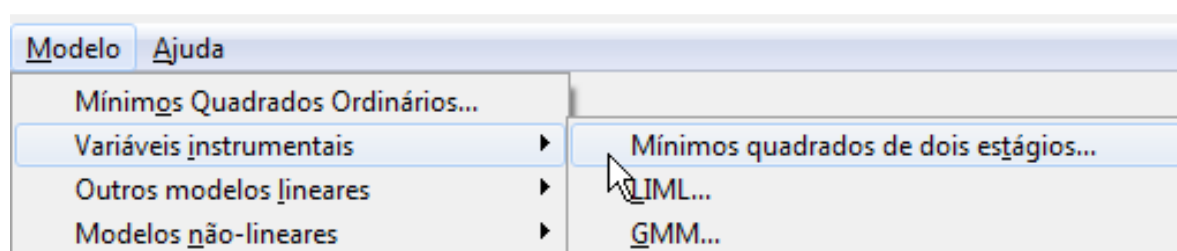
0,441424

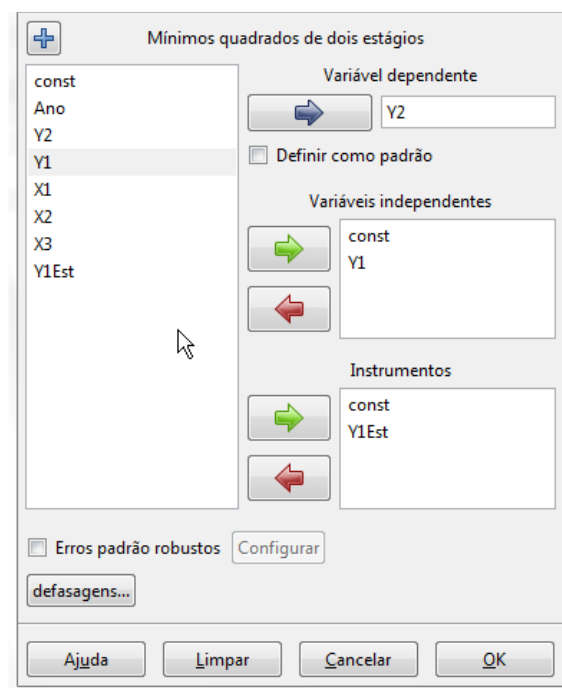
Passo 4: A partir destes coeficientes (equação 2) deve-se estimar a variável Y_{1t} . Y_{1t} estimado (\hat{Y}_{it}) passa a ser a variável independente na equação 1. \hat{Y}_{it} será um variável instrumental da variável Y_{it} . \hat{Y}_{it} não é correlacionada com o termo de erro diferentemente de Y_{1t} .

Passo 5: Descrever a nova variável (variável instrumental) na tabela de dados: \hat{Y}_{it} .

Ano	Y_2	Y_1	X_1	X_2	X_3	\hat{Y}_{it}
1970	628,1	1.010,7	150,3	208,5	6,562	1000,7
1971	717,2	1.097,2	175,5	224,3	4,511	1073,9
1972	805,2	1.207,0	205,6	249,3	4,466	1184,8
1973	861,0	1.349,6	243,1	270,3	7,178	1284,3
1974	908,6	1.458,6	245,8	305,6	7,926	1420,2
1975	1.023,3	1.585,9	226,0	364,2	6,122	1633,4
1976	1.163,7	1.768,4	286,4	392,7	5,266	1773,3
1977	1.286,6	1.974,1	358,3	426,4	5,510	1939,0
1978	1.388,7	2.232,7	434,0	469,3	7,572	2141,7
1979	1.496,7	2.488,6	480,2	520,3	10,017	2360,0
1980	1.629,5	2.708,0	467,6	613,1	11,374	2707,3
1981	1.792,9	3.030,6	558,0	697,8	13,776	3077,0
1982	1.951,9	3.149,6	503,4	770,9	11,084	3327,4
1983	2.186,1	3.405,0	546,7	840,0	8,750	3613,3
1984	2.374,3	3.777,2	718,9	892,7	9,800	3903,2
1985	2.569,4	4.038,7	714,5	969,9	7,660	4195,3
1986	2.811,1	4.268,6	717,6	1.028,2	6,030	4419,2
1987	2.910,8	4.539,9	749,3	1.065,6	6,050	4578,1
1988	3.071,1	4.900,0	793,6	1.109,0	6,920	4766,5
1989	3.227,3	5.250,8	832,3	1.181,6	8,040	5063,3
1990	3.339,0	5.522,2	799,5	1.273,6	7,470	5397,1
1991	3.439,8	5.677,5	721,1	1.332,7	5,490	5581,9

Passo 6: Rodar a regressão em mínimos quadrados de dois estágios e fazer o teste de hipótese de fraqueza (força) do instrumento utilizado.





Modelo 5: TSLS, usando as observações 1970-1991 ($T = 22$)

Variável dependente: Y2

Instrumentado: Y1

Instrumentos: const Y1Est

	coeficiente	erro padrão	z	p-valor	
const	34,5800	30,5416	1,132	0,2575	
Y1	0,614404	0,00906289	67,79	0,0000	***
Média var. dependente	1890,105	D.P. var. dependente	942,5301		
Soma resíd. quadrados	80807,26	E.P. da regressão	63,56385		
R-quadrado	0,995674	R-quadrado ajustado	0,995458		
F(1, 20)	4595,936	P-valor(F)	4,12e-25		
Log da verossimilhança	-278,0676	Critério de Akaike	560,1351		
Critério de Schwarz	562,3172	Critério Hannan-Quinn	560,6492		
rô	0,681987	Durbin-Watson	0,657768		

Teste de Hausman -

Hipótese nula: as estimativas por MQO são consistentes

Estatística de teste assintótica: Qui-quadrado(1) = 7,84925

com p-valor = 0,00508417

Teste de instrumento fraco -

Estatística-F de primeira-fase (1, 20) = 3863,42

Valores críticos para o tamanho máximo desejado do TSLS, quando realizando testes a um nível nominal de 5% de significância:

Com este resultado para a estatística Cragg-Donald (3683,42) pode-se rejeitar a hipótese de instrumento fraco, o que indica que variável instrumental é forte.